

# Resultatutvärdering av de allmänna pensionsfonderna

*för perioden t.o.m. 2006-12-31*

17 april, 2007

*Framtagen för*  
Finansdepartementet

*Framtagen av*  
Hewitt Wassum Investment Partners

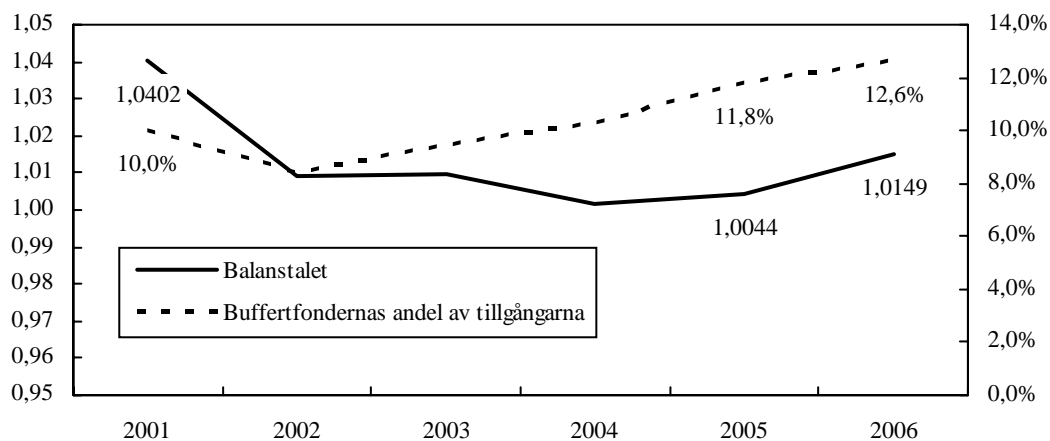
Wassum Investment Consulting AB  
Box 5759, Stureplan 4C  
114 87 STOCKHOLM, SWEDEN  
Tel. +46 407 00 00, Fax +46 8 407 00 45

[www.wassum.com](http://www.wassum.com)

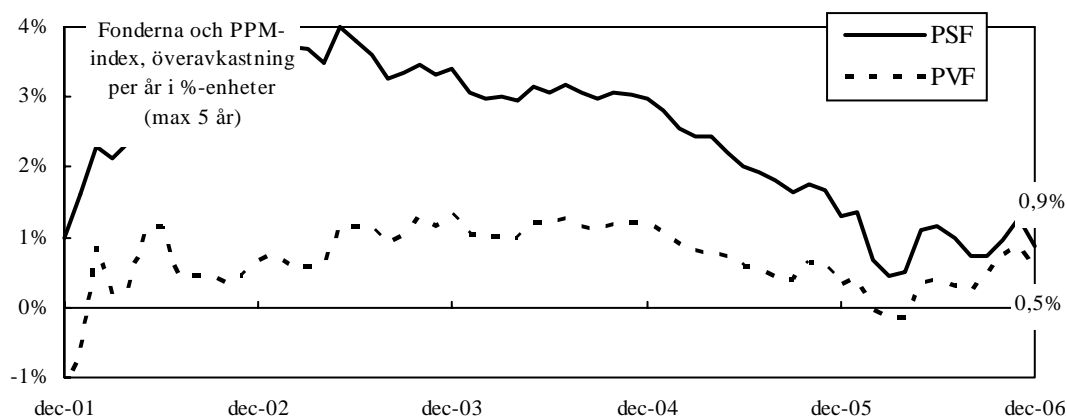
## Huvudsakliga resultat och slutsatser

På uppdrag av Finansdepartementet genomför Hewitt Wassum Investment Partners (HWIP) en årlig utvärdering av AP-fondernas kapitalförvaltning. Årets rapport omfattar perioden t.o.m 2006-12-31.

En övergripande slutsats är att buffertfondernas (AP1-AP4 och AP6) förvaltning hittills har fungerat bra och bidragit till att stabilisera utgående pensioner i enlighet med målsättningen för pensionssystemet. Fondstyrelserna har, trots den inledande turbulensen under 2001-2002, varit uthålliga i sina placeringsstrategier. Under de senaste sex åren uppgår den reala avkastningen från buffertfonderna (efter avdrag av kostnader) till ca 173 mdkr. Utan denna avkastning hade med stor sannolikhet den automatiska balansenringen utlöst i pensionssystemet. Buffertfonderna kan därför sägas ha bidragit till den stabilitet som råder inom det allmänna pensionssystemet vid utgången av år 2006.



AP7 har uppnått sin övergripande målsättning under den senaste femårsperioden. Premiesparfonden har överträffat den sammanvägda avkastningen av samtliga övriga fondinnehav inom PPM med 0,9 procentenheter per år under den senaste femårsperioden. Premievalsfonden har under samma period överträffat den sammanvägda avkastningen av samtliga fondinnehav inom PPM med 0,5 procentenheter per år.



Med undantag av AP4 har samtliga av de fyra första buffertfonderna uppnått de avkastningsmål som respektive styrelse har fastställt<sup>1</sup> (se tabell nedan). En närmare analys av resultaten inom AP1-AP4 visar att det är de övergripande strategiska styrelsebesluten som står för nästan hela den totala avkastningen i fonderna. Detta är inte särskilt överraskande med tanke på att det är styrelserna som formellt sett fattar beslut om den övergripande investeringsstrategin samt förändringar i densamma.

AP-fond	Uppnådd real avkastning per år 2001-2006	Genomsnittlig målsättning 2001-2006, real avkastning per år	Målsättning fr.o.m. 2007, real avkastning	Övrigt/kommentar
AP1	3,7%	3,1-4,1%	3,1-4,1%	Målet anges till mellan 5,1 och 6,1 % per år i nominella termer.
AP2	4,6%	4,5%	5,0%	Målet fr.o.m. 2007 inkluderar bidrag från aktiv förvaltning.
AP3	4,2%	4,0%	4,0%	-
AP4	3,1%	4,5%	4,5%	-

Med syfte att belysa resultaten inom AP1-AP4 har en simulering av ett stort antal tänkbara alternativa portföljstrategier genomförts. Analysen bekräftar bilden att fondernas avkastning har varit konkurrenskraftig.

Även AP6 har uppnått det övergripande avkastningskrav som styrelsen har fastställt. Fondens avkastning under den senaste tioårsperioden uppgår till 5,1 % per år, vilket är 0,5 procentenhet högre än avkastningskravet.

Ingen av AP-fonderna har nått sina målsättningar för överavkastning i jämförelse med de referensindex som har bestämts av styrelserna. AP1 och AP3 uppvisar en överavkastning jämfört med styrelsernas referensindex men överavkastningen når inte fram till den målsättning som har ställts upp. AP2, AP4 och AP7 uppvisar en underavkastning jämfört med styrelsernas referensindex. För AP6 är det inte relevant att göra en traditionell jämförelse mot marknadsnoterade referensindex.

Med tanke på de resurser som läggs ner på aktiv förvaltning inom fonderna bör också fokus på målsättningarna kring aktiv avkastning vara mycket stort. Utvärderingen visar att fonderna i stor utsträckning fokuserar på att överträffa referensindex och i mindre utsträckning fokuserar på att uppnå målsättningen om överavkastning. Fonderna bör överväga åtgärder för att höja fokus på målet om överavkastning. Ett exempel på tillvägagångssätt för att uppnå detta är att lägga till målsättningen om överavkastning på top-

<sup>1</sup> Notera att vi har valt att ange målsättningarna för perioden 2001-2006 i tabellen trots att dessa inte fastställdes vid inledningen av sexårsperioden för de flesta AP-fonder (AP2 uttryckte den reala målsättningen redan under år 2001). AP1 och AP3 har formulerat sina målsättningar under de senaste 2-3 åren och AP4 har bestämt den reala målsättningen inför år 2007. AP4 angav tidigare ett avkastningsmål som uppgick till inkomstindex med ett tillägg om 3 procentenheter per år. Detta motsvarar en real avkastning på ca 4,5 % per år under de senaste sex åren vilket också sammanfaller med den målsättning som AP4 anger inför år 2007.

Vid angivandet av den genomsnittliga målsättningen för hela sexårsperioden har vi låtit den målsättning som först angavs av respektive AP-fond gälla även för de föregående åren.

pen av det totala avkastningsmål som har uttryckts inom respektive fond (på samma sätt som AP2 har gjort i den målsättning som gäller för fonden fr.o.m. år 2007).

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

<b>HUVUDSAKLIGA RESULTAT OCH SLUTSATSER .....</b>	<b>2</b>
<b>INLEDNING .....</b>	<b>6</b>
<b>BAKGRUND .....</b>	<b>8</b>
<b>UTVÄRDERINGSPROCESSEN .....</b>	<b>13</b>
<b>AP-FONDERNAS BIDRAG TILL DET ALLMÄNNA PENSIONSSYSTEMET .....</b>	<b>15</b>
BUFFERTFONDERNA - MÅLEN FÖR PENSIONSSYSTEMET HAR HITTILLS UPPNÅTTS .....	15
<b>UTVÄRDERING AV AP-FONDERNAS STYRELSEARBETE .....</b>	<b>17</b>
AP1-AP4 – BUFFERTFONDERNAS ÖVERGRIPANDE MÅLSÄTTNINGAR HAR UPPNÅTTS .....	17
AP1-AP4 – STYRELSEBESLUTEN BIDRAR MED HUVUDD delen AV AVKASTNINGEN .....	18
AP1-AP4 – JÄMFÖRELSE MED SIMULERADE PORTFÖLJER INDIKERAR ATT AVKASTNINGEN VARIT BRA .....	20
AP6 – STYRELSENS AVKASTNINGSKRAV FÖREFALLER VARA LÅGT .....	23
AP7 – HAR UPPNÅTT MÅLSÄTTNINGARNA UNDER DE SENASTE FEM ÅREN .....	26
<b>UTVÄRDERING AV AP-FONDERNAS OPERATIVA FÖRVALTNING.....</b>	<b>27</b>
AP-FONDERNA HAR INTE NÅTT MÅLEN FÖR AKTIV AVKASTNING .....	27
AP6 – ÖVERTRÄFFAR AVKASTNINGSKRAVET UNDER DE SENASTE TIO ÅREN .....	28
<b>STRUKTURELLA PROBLEMSTÄLLNINGAR .....</b>	<b>29</b>
AP6 – KAN LIKVIDITETSFÖRVALTNINGEN EFFEKTIVISERAS? .....	29
AP7 – BÖR REGELVERKET FÖRÄNDRAS? .....	29
<b>RAPPORT – FÖRSTA AP-FONDEN.....</b>	<b>31</b>
<b>RAPPORT – ANDRA AP-FONDEN.....</b>	<b>51</b>
<b>RAPPORT – TREDJE AP-FONDEN .....</b>	<b>69</b>
<b>RAPPORT – FJÄRDE AP-FONDEN .....</b>	<b>91</b>
<b>RAPPORT – SJÄTTE AP-FONDEN.....</b>	<b>108</b>
<b>RAPPORT – SJUNDE AP-FONDEN .....</b>	<b>118</b>
<b>ORDFÖRKLARINGAR.....</b>	<b>130</b>

## **Inledning**

I enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och Lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden ska regeringen årligen göra en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar samt genomföra en utvärdering av fondmedlens förvaltning. Behovet av utvärdering understryks och utvecklas också i ”Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna” som presenterades i Regeringens skrivelse 2005/06:210.

## **Uppdrag**

Finansdepartementet har utsett Hewitt Wassum Investment Partners (HWIP) som rådgivare vid utvärderingen av AP-fondernas förvaltning. HWIP är ett samarbete mellan investeringskonsulterna Wassum Investment Consulting AB och Hewitt Associates.

Uppdragets syfte är att utvärdera den totala förvaltningen inom AP-fonderna. Det innebär för det första att styrelsernas beslut och beslutsprocesser måste beskrivas och utvärderas, och för det andra ska det operativa förvaltningsresultatet utvärderas (jämfört med den investeringsstrategi som styrelsen för respektive AP-fond har valt).

## **Översikt av rapporten**

Den första delen av rapporten ger en bakgrund till hur AP-fonderna fungerar, vilka placeringsreglerna är och hur kapitalmarknaderna har påverkat fonderna. Den andra delen av rapporten försöker utvärdera AP-fonderna ur tre olika dimensioner:

- Hur har AP-fondernas bidragit till det allmänna pensionssystemet?
- Vilket utfall har styrelsebesluten inom AP-fonderna haft?
- Hur har den operativa förvaltningen bidragit?

I den tredje delen ges en fördjupad analys av varje AP-fond. Längst bak i rapporten finns en ordlista och en förklaring till de analysrapporter som redovisas för varje AP-fond.

## **Anvisningar till läsaren**

I rapporten förekommer på många ställen (i text, tabeller och diagram) exempelvis olika avkastningstal, riskmått och riskjusterade nyckeltal.

För avkastningstal gäller generellt att avkastningen uttrycks på årsbasis (eller per år) i det fall perioden överstiger 12 månader. Om perioden i något fall är 12 månader eller kortare redovisas den ackumulerade avkastningen, d.v.s. ingen annualisering görs i det fall perioden är ett år eller kortare.

För riskmått (t.ex. standardavvikelse och aktiva risktal) uttrycks det aktuella värdet alltid på årsbasis – riskmått redovisas heller inte för perioder som är kortare än 12 månader. Beräkningen av risker utgår vidare från de månatliga avkastningstalen i en given tidsserie även om avkastningsberäkningen ursprungligen har utgått från dagliga marknadsvärderingar.

Alla avkastnings- och risktal är beräknade i svenska kronor.

Vi hänvisar också till bilaga ("Ordförklaringar") längst bak i rapporten för en närmare beskrivning av de siffror, nyckeltal och diagram som redovisas för respektive AP-fond.

## Bakgrund

### AP-fonderna - en integrerad del av det allmänna pensionssystemet

AP1-AP4s syfte är att tjäna som en buffert för påfrestningar på det allmänna pensionssystemets likviditet samt att bidra till dess långsiktiga finansiering. Fondernas investeringsstrategier ska baseras på de långsiktiga åtagandena i pensionssystemet, särskilt vad gäller prognoser av storleken på och tidpunkten för likvidbrister. Den 1 januari 2001 började AP1-AP4 agera i sina nya roller och respektive AP-fond mottog identiska startportföljer i termer av storlek och innehåll. Det förelåg vid den tidpunkten ett behov av att vidta större omplaceringar för att uppnå den investeringsstrategi som respektive styrelse valde. AP-fonderna hade i huvudsak genomfört omplaceringsfasen vid utgången av halvårsskiftet 2001. Det är värt att notera att åren 2001 - 2006 är den första sexårsperioden som AP1-AP4 varit operativa i sina nuvarande roller. För flertalet av fonderna har detta inneburit väsentliga ökning av antalet anställda, organisatoriska förändringar samt införande av nya systemlösningar och övriga arbetsrutiner.

AP6 är också en del av bufferten för eventuella påfrestningar på pensionssystemets likviditet. Fonden har särskilt utsetts att förvalta investeringar i svenska små och medelstora företag. En del av uppdraget är att investera i onoterade företag vilket leder till att fonden intar en särställning såväl i investerings- som utvärderingshänseende. Förvaltningen inom AP6 startade redan under 1996.

AP7 är inte en del av bufferten för påfrestningar på pensionssystemets likviditet. Fonden förvaltar istället två värdepappersfonder – Premiesparfonden och Premievalsfonden (kallas nedan PSF och PVF) inom ramen för Premiepensionssystemets (PPM) fondutbud. PSF är den fond som tilldelas de pensionssparare som inte aktivt väljer andra fonder och PVF är en fond som kompletterar det övriga fondutbudet inom ramen för premiepensionssystemet. Investeringsstrategin i de två fonderna ska ta utgångspunkt i de nuvarande och framtida premiepensionsspararnas bästa intresse. AP7 inrättades 1998 och kapitalförvaltningen av fonderna startade under hösten 2000. Fonden har alltså genomgått en uppstartsfas som kan liknas vid dem som genomförs inom AP1-AP4.

### Placeringsregler

Den 1 januari 2001 gjordes placeringsreglerna för AP1-AP4 mer flexibla. De nya reglerna infördes med syfte att skapa en större självständighet för fonderna samt för att öka möjligheterna till bra avkastning. De mest centrala reglerna framgår av tabellen nedan (procentsiffror relaterar till den totala portföljen).

Reglering	AP1-AP4
Minsta andel räntebärande	30 %
Maximal andel onoterade innehav	5 %
Maximal andel öppen valutaexponering	40 % *
Minimal andel extern förvaltning	10 %

\* Den maximalt tillåtna öppna valutaexponeringen börjar på 15 % (av respektive fonds totala värde) under 2001 och ökas med 5 procentenheter per år till 40 % under 2006.



AP6 har ett särskilt uppdrag att placera de tilldelade medlen i svenska små och medelstora företag. Fonden äger rätt att investera i onoterade företag, antingen direkt eller indirekt via ägande i s.k. Privat Equity-fonder. Den maximala ägarandelen i ett enskilt noterat bolag, som inte är ett riskkapitalbolag, har begränsats till 30 %.

För AP7:s förvaltning av Premiesparfonden och Premievalsfonden gäller samma regelverk som för andra svenska värdepappersfonder. För Premiesparfonden gäller dessutom att risknivån i fondens placeringar skall vara låg. Något motsvarande krav på låg risk finns inte för Premievalsfonden. I förarbeten till lagen om AP-fonder sägs "att risken skall vara låg innebär också att Premiesparfondens risknivå normalt skall vara lägre än för den genomsnittliga privata förvaltaren av pensionskapital med samma placeringshorisont". Styrelsen har mot denna bakgrund definierat "låg risk" som att fonden skall ha lägre risk (standardavvikelse) än det kapitalvägda genomsnittet av de valbara fonderna inom PPM-systemet.

## Utvecklingen på kapitalmarknaderna

### *Noterade tillgångar*

Under 2006 har avkastningen generellt sett varit hög på aktiemarknaderna men framförallt på den svenska aktiemarknaden. Detta har medverkat till en starkt positiv utveckling för samtliga AP-fonder. Den relativt sett låga inflationen (1,6 % förändring av KPI under 2006) gör att den reala avkastningen var mycket god under året. I tabellen nedan framgår avkastningen för några viktiga publika tillgångsslag (marknaden för investeringar i onoterade bolag beskrivs emellertid inte här). Avkastningen anges i termer av SEK och för perioder som överstiger ett år redovisas avkastningen per år.

Per 2006-12-31		
Tillgångsslag	2006	2001 - 2006
Inflation	1,6%	1,5%
Svenska statsskuldväxlar	2,2%	3,2%
Svenska statsobligationer	0,9%	5,2%
Svenska realränteobligationer	2,5%	7,7%
Globala obligationer, ej valutakurssäkrade	-8,3%	1,2%
Globala obligationer, valutakurssäkrade	0,9%	5,4%
Svenska aktier	28,2%	7,5%
Globala aktier, ej valutakurssäkrade	3,2%	-0,5%
Globala aktier, valutakurssäkrade	13,9%	3,5%
EUR	-3,9%	0,3%
GBP	-2,0%	-0,8%
JPY	-14,8%	-5,9%
USD	-14,0%	-5,2%

- Inflationen under 2006 uppgick till ca 1,6 % vilket var i närheten av genomsnittet under de senaste sex åren då inflationen varit 1,5 % per år. Därmed har inflationen

under en sexårsperiod varit väsentligt lägre än målet på 2 % per år. Under enskilda år har inflationen t.o.m. varit lägre än det nedre gränsvärde som har definierats av Riksbanken (1-3 % per år).

- 2006 präglades av stigande långa svenska nominella räntor. Ränteuppgången slutade på mer än 0,5 procentenheter vilket medförde att obligationernas avkastning var blygsam under 2006 – särskilt i jämförelse med de föregående fem åren. Räntan på svenska realränteobligationer utgivna av svenska staten steg också, även om ökningen var mindre på de längre löptiderna (ca 0,1 procentenhet). Utvecklingen för räntan på internationella nominella obligationer liknade utvecklingen för svenska obligationer – för amerikanska och japanska femåriga statsobligationer var ökningen uppemot 0,40 procentenheter medan motsvarande ökning för de europeiska emittenterna var ca 0,90 procentenheter.
- Aktiebörserna fortsatte uppåt från en stark utveckling under de närmast föregående tre åren. 2006 innebar en väldigt stor skillnad i avkastning mellan svenska och globala aktier på valutakurssäkrad basis – den svenska börsen utvecklades alltså starkt i en internationell jämförelse. Emellertid var skillnaden ännu större vid en jämförelse med globala aktier utan någon valutakurssäkring alls.
- Den svenska kronan stärktes med ca 14 % jämfört med den amerikanska dollarn under året och med nästan 15 % mot den japanska yenen. Gentemot Euron och det brittiska pundet var förstärkningen mera marginell. Den generella förstärkningen av kronan har lett till mycket stora skillnader i avkastningen mellan valutakurssäkrade och ej valutakurssäkrade placeringar.
- Under perioden 2001 - 2006 som helhet har svenska realränteobligationer varit den tillgångsklass som givit bäst avkastning, tätt följd av svenska aktier. Globala aktier utan valutakurssäkring har givit negativ avkastning och är därmed det sämsta tillgångsslaget under sexårsperioden.
- I sexårsperspektivet har valutakurssäkringen av internationella tillgångar varit en gynnsam strategi. De fonder som har valt att i hög grad valutakurssäkra sina investeringar i utländska valutor har alltså vunnit på detta under hela sexårsperioden.

### ***Onoterade aktier***

Sjätte AP-fonden har ett särskilt uppdrag att investera i svenska små och medelstora företag. Därmed investerar fonden en väsentlig del av de tilldelade medlen i onoterade företag (Private Equity). Övriga AP-fonder har också inlett investeringsprogram i Private equity (i Sverige såväl som utomlands).

Den del av riskkapitalmarknaden som numera betecknas Private Equity började utvecklas i USA och Storbritannien under 1930-talet, men expanderade på allvar under decennierna efter andra världskriget. I Sverige tog Private Equity sina första steg under andra hälften av 1970-talet. I början av 1980-talet hade ett 30-tal bolag/fonder, inklusive statliga, etablerats. Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA) startades 1985.

Private Equity, liksom andra marknader, genomgår olika cykler. Värderingen av onoterade företag påverkas av utvecklingen på de publika marknaderna, både uppåt och ned-

åt. Detta gör att avkastningen på Private Equity-investeringar vanligen följer samma avkastningsmönster som de publika aktiemarknaderna, men oftast med en eftersläpning på något eller några år.

Den starka börsuppgången under andra halvan av 1990-talet och fram till mars 2000 gynnade också den svenska Private Equity-marknaden. De tre stora buyout-fonderna, IndustriKapital, Nordic Capital och EQT, fick in miljardbelopp från svenska och utländska investerare. Under denna period startades det även många nya fonder som investerade i mindre företag i tidig utvecklingsfas (Venture Capital-fonder). Optimismen stod på topp och många prognoser, särskilt gällande Internet-anknutna bolag, visade sig ha endast liten verklighetsförankring. Efter toppnoteringen våren 2000 föll aktiemarknaderna i flera år. När dessa marknader definitivt vände uppåt 2003 följde även Private Equity-marknaderna med. Men ”eftersläpningen” innebar att den definitiva vändpunkten kom först år 2004. Private Equity-marknadens starka utveckling fortsatte under 2005 och 2006.

Tillgång till och kvalitet på data för den svenska riskkapitalmarknaden har länge varit ett problemområde. Thomson Financial har emellertid i samarbete med Svenska Riskkapitalföreningen redovisat vissa data de senaste åren. Sverige ligger högt i en internationell jämförelse med ett årligt investerat belopp i Private Equity motsvarande 0,5-1,0 procent av BNP. AP-fondernas Private Equity-allokering har bidragit till detta. Tabellen nedan visar utvecklingen av förvaltad kapital hos svenska Private Equity-bolag/fonder.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005*
Kapital (mdkr)	41	52	138	191	201	218	230	290
Förändring (%)	-	+27	+165	+38	+5	+8	+6	+18

Källa: SVCA. \* Per maj 2006, förändring justerad till tolv månadersbasis.

Tabellen ovan visar tydligt på ”haussen” år 2000 samt på Privat Equity-marknadens eftersläpning jämfört med de publika aktiemarknaderna såväl under år 2001 som åren 2005-2006. Det bör dock noteras att endast 50-60 procent av kapitalet de facto normalt är investerat samt att avyttringar påverkar siffrorna.

Om man ser till årligen investerat kapital i nya portföljbolag samt kompletteringsinvestering i befintliga sådana bolag, framträder följande bild.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Investering av kapital (mdkr)	11	19	19	13	9	17	40	46
Förändring (%)	-	+73	0	-32	-31	+89	+135	+15

Källa: SVCA.

Nedgången efter år 2000 är tydlig även här. Noteras kan också den kraftiga ökningen under 2005 och 2006. De 86 mdkr som investerats, måste också jämföras med det stora kapital som återgått till svenska Private Equity-bolag/fonder genom avyttringar. Enbart under 2005 uppgick återfört kapital till ca 61 mdkr.

Avkastningsdata har varit begränsade men några data finns dock att tillgå.

IRR, % per år	1993-2002	1994-2003	1995-2004	1996-2005
Sverige	32,6	28,9	22,9	20,9
Europa	15,6	12,1	11,7	12,6

Källa: Thomson Financial (Venture Expert)/SVCA.

Den långsiktiga avkastningen (mätt som internränta per år, IRR) på den svenska riskkapitalmarknaden har legat över motsvarande europeiska avkastningsresultat. Den nedgång från över 30 till ca 20 % per år som noterats kan bl.a. förklaras med allt större svenska buyout-fonder som investerar mer av sitt kapital utanför Sverige.

Under 2006 presenterade Thomson Financial dessutom en sammanställning över avkastning hos svensk Private Equity i ett internationellt perspektiv. Jämförelserna sträcker sig fram till den 31 december 2005.

	Antal fonder	IRR, % per år, alla fonder	IRR, % per år, Venture-fonder	IRR, % per år, Buyout-fonder
Svenska fonder	41	18,9	6,3	27,2
Nordiska fonder	180	12,7	1,0	18,2
Europeiska fonder	1 007	10,1	5,6	12,5
Amerikanska fonder	1 794	14,3	16,1	13,6

Källa: Thomson Financial (Venture Expert)/SVCA. IRR avser % per år sedan starttidpunkten.

Sveriges goda siffror kan härledas från framgångsrika buyout-fonder, medan venture-fonder uppvisar betydligt lägre avkastning.

Det bör påpekas att fonder som fallerat sorteras bort och att siffrorna därför påverkas i positiv riktning. Detta problem kallas på engelska för "selection bias" och är närvarande på såväl publika som privata marknader, även om problemets omfattning sannolikt är mera omfattande på den sistnämnda. Urvalet påverkas också av att deltagande i undersökningarna är frivilligt – de 41 ingående svenska Private Equity-fonderna ska jämföras med de totalt 114 aktiva företagsmedlemmarna i SVCA (per maj 2006). Svarsfrekvensen räknat i förvaltad kapital är emellertid högre p.g.a. att samtliga större aktörer ingår i urvalet.

## Utvärderingsprocessen

### Avgränsning av uppdraget

Vid analysen av AP-fondernas bidrag till det allmänna pensionssystemet studeras hela den period som fonderna har existerat i sina nuvarande roller i pensionssystemet. För AP1-AP4 och AP6 innebär detta att analysen omfattar de senaste sex åren (2001-2006) och för AP7 fokuseras de senaste fem åren.

Vad gäller bedömningen av strategiska styrelsebeslut omfattar utvärderingen för AP1-AP4 de senaste fem och ett halvt åren (2001-06-30 – 2006-12-31). Utvärderingen av AP6 omfattar hela perioden sedan fondens start och för AP7 fokuseras de senaste fem åren.

Vad gäller bedömningen av de operativa förvaltningsresultaten omfattar utvärderingen för AP1-AP4 de senaste fem åren (2001-12-31 – 2006-12-31). Utvärderingen av AP6 totala portfölj omfattar de senaste tio åren. För AP7 omfattar utvärderingen de senaste fem åren.

Vid tidigare utvärderingar (2002 och 2003) har omfördelningsprocesser för att implementera nya strategiska beslut befunnits vara bristfälligt planerade eller genomförda hos vissa av AP-fonderna vad gäller förutsättningarna att i efterhand objektivt kunna utvärdera resultatet av dem. Mot bakgrund av detta har HWIP och finansdepartementet beslutat att inte fokusera på det första halvåret 2001 för AP1-AP4.

I denna utvärdering ingår inte att genomföra särskilda revideringar av prissättningen för enskilda värdepapper. Avstämning mot placeringsregler ingår inte heller som ett fokus för uppdraget. Större avvikelser på den strategiska nivån kommer självfallet att noteras.

### Process

Genomförandet av uppdraget delades in i fyra steg:

- Inhämtning av portföljdata och övrig information
- Intervjuer med medlemmar av operativ ledning och styrelse
- Analys
- Rapportering

Under projektets gång har HWIP sammanträffat med samtliga fonder vid minst tre tillfällen. Utöver sammanträffandena har kommunikation ägt rum via telefon och e-post för att diskutera specifika teman, reda ut missförstånd och korrigera eventuella faktauppgifter.

Under projekttiden har HWIP haft löpande kontakt med finansdepartementet för att diskutera projektets framdrift samt dess resultat och slutsatser. En preliminär rapport skickades till departementet och AP-fonderna ca två veckor före leveransen av den slutliga rapporten. Syftet med detta var att inhämta fondernas och departementets synpunkter och därigenom förbättra den slutliga rapportens kvalitet.

### ***Validering***

Ett förekommande problem vid portföljutmärkning är att historiska data ändras, vilket leder till inkonsekvens vid avkastningsberäkning. Utvärderingen omfattar därför en validering av fondernas avkastningsuppgifter.

Portföljutmärkningen bygger samtidigt på att jämförelseindex är relevant samt konstruerat på ett korrekt sätt. Jämförelseindex bör utgöra en objektiv skattning av avkastningen för det tillgångsslag som förvaltaren försöker överträffa.

### ***Exkludering av illikvida tillgångar vid mätning av aktiva beslut inom AP1-AP4***

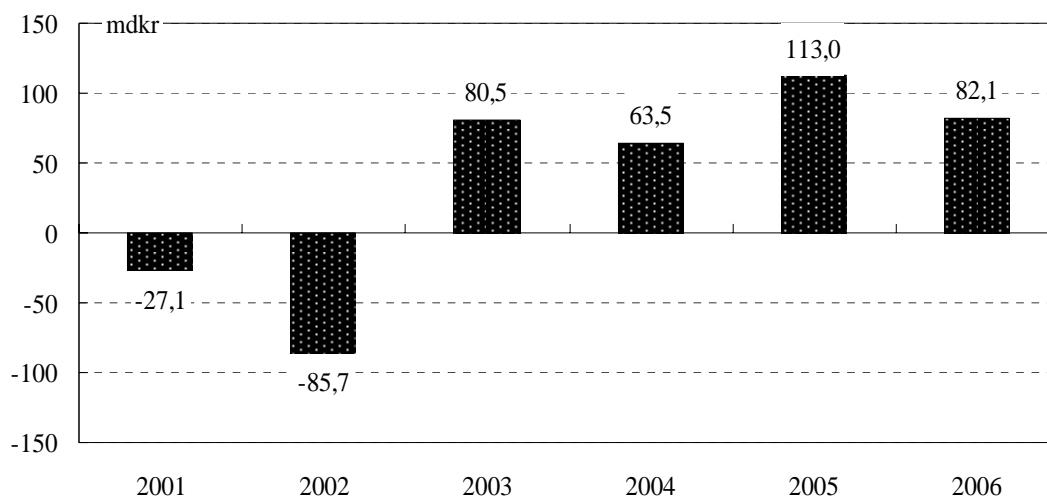
Vid en utvärdering av de aktiva förvaltningsresulten är det viktigt att mäta det som i hög utsträckning är påverkningsbart för de operativa ledningarna i AP-fonderna genom taktiska positioner. Med syfte att ”renodla” utvärderingen av aktiva portföljbeslut inom AP1-AP4 exkluderas därför onoterade tillgångar med låg likviditet och infrekvent marknadsprissättning (såsom fastigheter och onoterade innehav) från mätningen av resultatet. Därmed kan vissa skillnader uppstå mellan det som en enskild AP-fond har angett som sin aktiva avkastning och den aktiva avkastning som HWIP anger för den s.k. *likvidportföljen*. Emellertid mäter de flesta av AP1-AP4 för närvarande de aktiva portföljbesluten enligt samma tillvägagångssätt som HWIP.

## AP-fondernas bidrag till det allmänna pensionssystemet

AP-fonderna har tilldelats olika uppgifter i det reformerade allmänna pensionssystemet. En viktig del av utvärderingen är att bedöma hur väl fonderna fungerar i sina respektive roller.

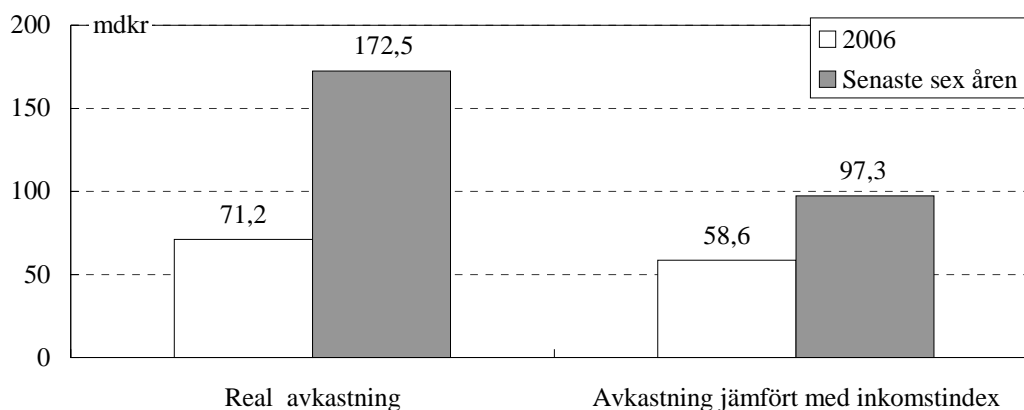
### Buffertfonderna - målen för pensionssystemet har hittills uppnåtts

Resultatet för buffertfonderna (AP1-AP4 och AP6) under de sex senaste åren redovisas i diagrammet nedan (efter avräkning av samtliga kostnader).



Buffertfondernas resultat var ca 82 mdkr under 2006 efter ytterligare ett år med hög avkastning på aktiemarknaderna. Därmed uppgår det ackumulerade sexårsresultatet till drygt 226 mdkr, vilket ger ett sammanlagt utgående värde på ca 854 mdkr.

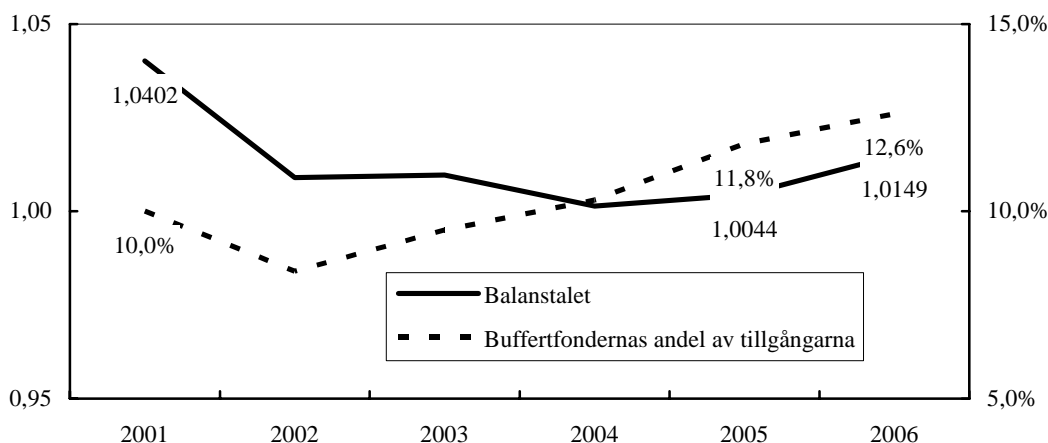
Det goda resultatet under de senaste fyra åren kan till stor del förklaras av att fondernas styrelser (AP1-AP4) har hållit fast vid en långsiktig strategi som inkluderar väsentliga andelar riskfyllda tillgångar såsom aktier. Med tanke på den omtumlande inledningen under 2001 och 2002, med kraftigt fallande aktiekurser, kan det betraktas som ”modigt” att genomföra förvaltningen med ett bibehållet långsiktigt perspektiv för ögonen.



Efter sex års förvaltning kan man vidare konstatera att den reala avkastningen för AP1-AP4 och AP6 uppgått till ca 172,5 mdkr och att avkastningen överträffat

utvecklingen för inkomstindex med nästan 100 mdkr (se diagrammet ovan). Därmed uppgår det reala resultatet till ca 2,6 % av pensionssystemets totala åtaganden som uppgick till ca 6 700 mdkr vid utgången av 2006. Ett annat sätt att beskriva storleken på resultatet är att säga att det i reala termer sedan inledningen av år 2001 har skapats ytterligare nästan 1,3 buffertfond av AP1-AP4:s storlek.

Det är självfallet omöjligt att efter endast några få år uttala sig om huruvida det långsiktiga resultatet i slutändan kommer att bli tillräckligt för att uppfylla de målsättningar som ställts upp för pensionssystemet. Emellertid är det positivt att resultatet så här långt visar på en hög real avkastning – en avkastning som också väsentligt överstiger förändringen av inkomstindex.



En viktig styrparameter för framtagande av buffertfondernas placeringsstrategi är det s.k. *balanstalet*<sup>2</sup> i pensionssystemet. Balanstalet påverkas framför allt av faktorer såsom sysselsättningsgrad, inkomstutveckling och demografisk utveckling, men också av buffertfondernas värdeutveckling. Om balanstalet för ett visst år understiger 1 utlöses den automatiska balanseringen (vilket kan innebära en mindre utgående pension jämfört med om balanseringen inte hade utlösts). Buffertfonderna kan således genom sin utveckling i bästa fall bidra till att balansering undviks och i sämsta fall till att den utlöses.

Den automatiska balanseringen har än så länge inte utlösts. Det var nära att så skedde vid utgången av 2004 då balanstalet var så lågt som 1,0014. Under 2006 steg balanstalet med ca 1 % till 1,0149 och AP-fondernas andel av de totala tillgångarna steg med ca 0,8 procentenheter till 12,6 % (en ökning med mer än 6 %). Utan den goda avkastningen som har genererats av fonderna de senaste åren hade den automatiska balanseringen med all säkerhet utlösts.

Slutsatsen av ovanstående är att buffertfonderna (AP1-AP4 och AP6) hittills har bidragit till stabiliteten i det allmänna pensionssystemet.

Även AP7 har bidragit positivt genom att prestera en avkastning som överstiger PPM-index (se avsnitt "Huvudsakliga resultat och slutsatser" på s. 2).

<sup>2</sup> Balanstalet är en kvot som uttrycker förhållandet mellan pensionssystemets tillgångar och skulder.



## Utvärdering av AP-fondernas styrelsearbete

AP-fonderna har stor frihet att formulera sina egna målsättningar inom de ramar som gäller för pensionssystemet. Därför är det viktigt att förstå målsättningarna och utvärdera hur väl de uppfylls.

### AP1-AP4 – buffertfondernas övergripande målsättningar har uppnåtts

AP1-AP4 står inför en svår utmaning när det gäller att skapa relevanta utgångspunkter för medlens förvaltning. Utmaningen består i att uppdragsgivaren har formulerat målsättningen i kvalitativa termer (det långsiktiga målet som ska eftersträvas är att skapa bra och stabila utgående pensioner). Uppdragsgivaren har också sagt att horisonten för medlens förvaltning ska uppgå till så mycket som 40 år eller mer.

Under de senare åren har allt fler av buffertfonderna operationaliserat denna långsiktiga och något svårtolkade kvalitativa målsättning genom att uttrycka målsättningar i mer kvantitativa och mätbara termer – d.v.s. sådana termer som är möjliga att mäta och följa upp även under kortare perioder jämfört med t.ex. 40-50 år. AP-fonderna har gjort detta genom att översätta resultaten från de s.k. AL-studierna till ett långsiktigt avkastningsmål, i de flesta fall uttryckt som en årlig real avkastningstakt som var och en upplever vara tillräcklig för att på ett väsentligt sätt bidra till den kvalitativa målsättningen. Undantaget är AP1 som har angett målsättningen i nominella termer.

Notera att vi har valt att ange målsättningarna för perioden 2001-2006 i tabellen nedan trots att dessa inte fastställdes vid inledningen av sexårsperioden för de flesta AP-fonder (AP2 uttryckte den reala målsättningen redan under år 2001). AP1 och AP3 har formulerat sina målsättningar under de senaste 2-3 åren och AP4 har bestämt den reala målsättningen inför år 2007. AP4 angav tidigare ett avkastningsmål som uppgick till inkomstindex med ett tillägg om 3 procentenheter per år. Detta motsvarar en real avkastning på ca 4,5 % per år under de senaste sex åren vilket också sammanfaller med den målsättning som fonden angav inför år 2007. Vid angivandet av den genomsnittliga målsättningen för hela sexårsperioden har vi låtit den målsättning som först angavs av respektive AP-fond gälla även för de föregående åren. I tabellen nedan framgår den uppnådda avkastningen tillsammans med de uppställda målsättningarna.

AP-fond	Uppnådd real avkastning per år 2001-2006	Genomsnittlig målsättning 2001-2006, real avkastning per år	Målsättning fr.o.m. 2007, real avkastning	Övrigt/kommentar
AP1	3,7%	3,1-4,1%	3,1-4,1%	Målet anges till mellan 5,1 och 6,1 % per år i nominella termer.
AP2	4,6%	4,5%	5,0%	Målet fr.o.m. 2007 inkluderar bidrag från aktiv förvaltning.
AP3	4,2%	4,0%	4,0%	-
AP4	3,1%	4,5%	4,5%	-

Den reala avkastningen under de första sex åren uppgår till mellan 3,1 och 4,6 % per år för de fyra buffertfonderna och tre av dem har haft en real avkastning mellan 3,7 och 4,6 % per år. Tre av fyra fonder har också uppnått den målsättning som enskilt har ställts upp av respektive fond. Den övergripande slutsatsen är således att förvaltningsresultatet har varit bra och att målsättningarna har uppnåtts.

### **AP1-AP4 – Styrelsebesluten bidrar med huvuddelen av avkastningen**

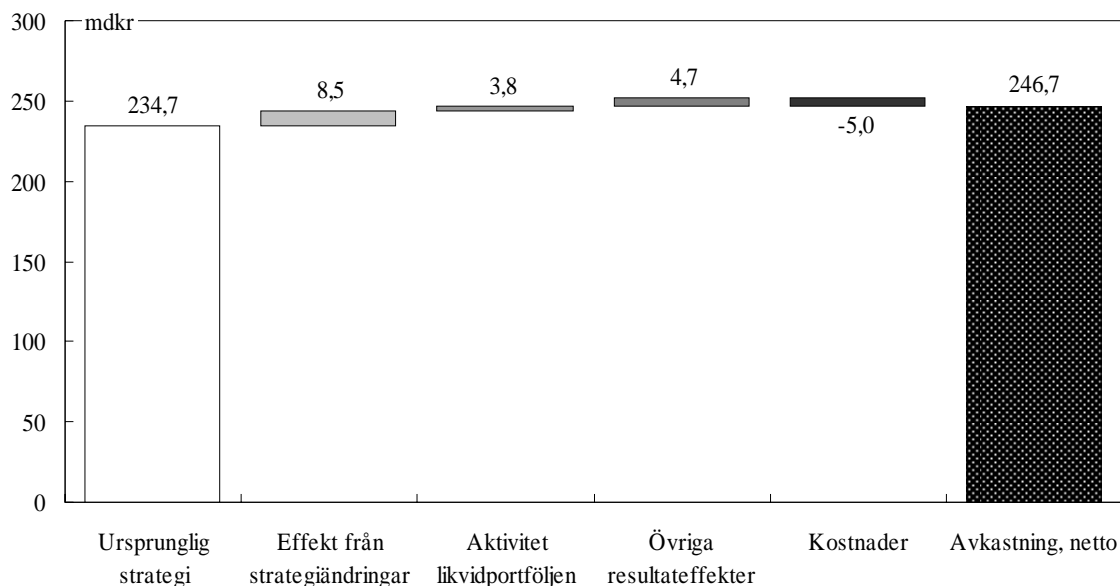
För att analysera avkastningen inom AP1-AP4 närmare kan man dela upp resultaten i tre olika delar; *ursprunglig strategi*, *effekt från strategiändringar* och *aktivitet i likvidportföljen*.

Den ursprungliga strategin är avkastningen för den investeringsstrategi som respektive styrelse fastställde vid starten 2001. Effekten från strategiändringar uppkommer genom att styrelserna har valt att förändra den ursprungliga investeringsstrategin. Under de senare åren genomförs strategiska ändringar mot bakgrund av både mycket långsiktiga överväganden relaterade till pensionsåtagandet och mer kortsiktiga bedömningar av prissättningen på kapitalmarknaderna. Aktivitet i likvidportföljen består slutligen av det resultat som fondernas operativa organisationer åstadkommer genom avvikelser från investeringsstrategin som beslutas av respektive styrelse. När det gäller de två första delarna i resultatanalysen kan det vara värt att notera att det självfallet är den operativa ledningen för respektive AP-fond som bereder beslutspunkterna.

Utöver de beskrivna bidragen till fondernas avkastning uppkommer även en övrig resultat effekt som kan hänföras till utvecklingen för onoterade tillgångar och deras jämförelseindex. Dessa effekter benämns *övriga resultat effekter*. Slutligen har fonderna *kostnader* för att genomföra alla de beslut och övriga uppgifter som ankommer på dem. Kostnaderna påverkar naturligtvis avkastningen i negativ riktning.

Det är viktigt att notera att den valda metodiken inte gör anspråk på att utvärdera huruvida den ursprungliga strategin utgör en optimal portfölj för fondernas syften eller inte – denna fråga har belysts tidigare. Den ursprungliga strategin tjänar i detta fall endast som en utgångspunkt för att mäta och dela upp de olika beslutens resultat effekter med avseende på när i tiden de har fattats och vilken nivå inom organisationen som har ansvaret för att fatta dem. Den valda metoden åskådliggör alltså de effekter som hittills uppnåtts genom att införa strategiska förändringar och aktiva portföljbeslut jämfört med om inga förändringar eller aktiva portföljbeslut hade genomförts. Vi har valt att redovisa resultaten i termer av kronor med syfte att konkretisera dem.

I diagrammet nedan redovisas en sammanfattning av AP1-AP4s ackumulerade resultat utifrån de olika beslut som beskrivits ovan. Tidsperioden som omfattas börjar vid utgången av juni 2001 p.g.a. att fonderna först vid detta tillfälle hade genomfört sina respektive portföljer i enlighet med den inledande investeringsstrategin.



Totalt sett uppgår det ackumulerade resultatet till 246,7 mdkr sedan 2001-06-30. Styrelsernas ursprungliga beslut om strategi och benchmark har bidragit mest (234,7 mdkr). Utöver detta har de samlade strategiändringarna som beslutas av styrelserna bidragit positivt med ca 8,5 mdkr och de operativa förvaltningsorganisationerna har i sin tur bidragit med ca 3,8 mdkr (från aktivitet i likvidportföljerna).

Eftersom styrelserna har som uppgift att fastställa strategi och referensportfölj är det naturligt att det är den ursprungliga strategin och de strategiska ändringarna som sammantaget bidrar med den övervägande delen av avkastningen på lite längre sikt.

Om bidragen redovisas för var och en av AP1-AP4 framträder en mer varierad bild.

2001-06-30 - 2006-12-31, mdkr	AP1	AP2	AP3	AP4	Summa
Ursprunglig strategi	59,8	59,4	55,5	60,0	234,7
Effekt från strategiändringar	-0,5	6,4	6,1	-3,5	8,5
Aktivitet likvidportföljen	2,9	1,0	2,5	-2,7	3,7
Övriga resultateffekter	-0,7	3,9	1,7	-0,3	4,6
Kostnader	-1,2	-1,3	-1,3	-1,1	-4,9
<b>Avkastning, netto</b>	<b>60,3</b>	<b>69,4</b>	<b>64,5</b>	<b>52,5</b>	<b>246,7</b>

Av tabellen ovan framgår att det för enskilda fonder också är de inledande strategiska besluten som har haft allra störst bidrag till det slutliga utfallet. Detta är naturligt mot bakgrund av att de övergripande strategiska portföljerna inte har genomgått dramatiska förändringar (t.ex. att aktieandelen vid något tillfälle gått från 60 till 30 % eller vice versa). Skillnaderna i utfall mellan fondernas ursprungliga strategier uppkommer av olika anledningar. Dels förekommer skillnader i den ursprungliga tillgångsfördelningen samt den öppna valutaexponeringen, dels är valet av index för de olika tillgångsslagen inte identiskt mellan fonderna.

Det är intressant att notera att AP4, sett till de ursprungliga strategierna, har den högsta avkastningen jämfört med övriga fonder. Detta förklaras huvudsakligen av att fonden hade den högsta exponeringen mot svenska aktier i den första strategiska portföljen. Att det slutliga utfallet för AP4 är lägre än den ursprungliga strategin beror framför allt på att den svenska aktieandelen har minskats under de år när tillgångsslaget haft mycket hög avkastning samt att fonden under 2001 exkluderade svenska reala obligationer ur strategin – med undantag av 2006 har dessa obligationer haft en hög avkastning. Till detta kommer att den aktiva förvaltningen inom fonden har bidragit negativt.

Resultaten från den löpande förvaltningen kan, i absoluta termer, betecknas som bra för två av AP-fonderna (AP2-AP3) – sammantaget har strategiändringar och aktiv förvaltning bidragit med väsentliga värden till resultatet.

### **AP1-AP4 – jämförelse med simulerade portföljer indikerar att avkastningen varit bra**

Det är självklart önskvärt att också belysa förvaltningsresultatet inom AP-fonderna med hjälp av något annat än de egna uppställda målen. Ett naturligt tillvägagångssätt hade varit att jämföra fondernas avkastning med andra liknande fonder i Sverige eller utomlands, s.k. *konkurrentjämförelse*. Emellertid är en sådan jämförelse svår att genomföra i praktiken beroende på stora skillnader i regelverk och förutsättningar.

För att överkomma denna begränsning kan man göra en jämförelse baserad på en simulering. Metoden innebär att man utgår från de regelverk som gäller för AP-fonderna och studerar avkastningen för ett stort antal hypotetiska portföljer som var tänkbara som alternativa investeringsstrategier vid ingången av den aktuella perioden. En enskild alternativ investeringsstrategi/-portfölj benämns *scenario* och den samlade analysen benämns *simulering*. När avkastningen för samtliga scenarier har beräknats kan man enkelt jämföra respektive AP-fonds faktiska avkastning (eller val av investeringsstrategi) genom att studera dess rangering bland scenariernas avkastningar.

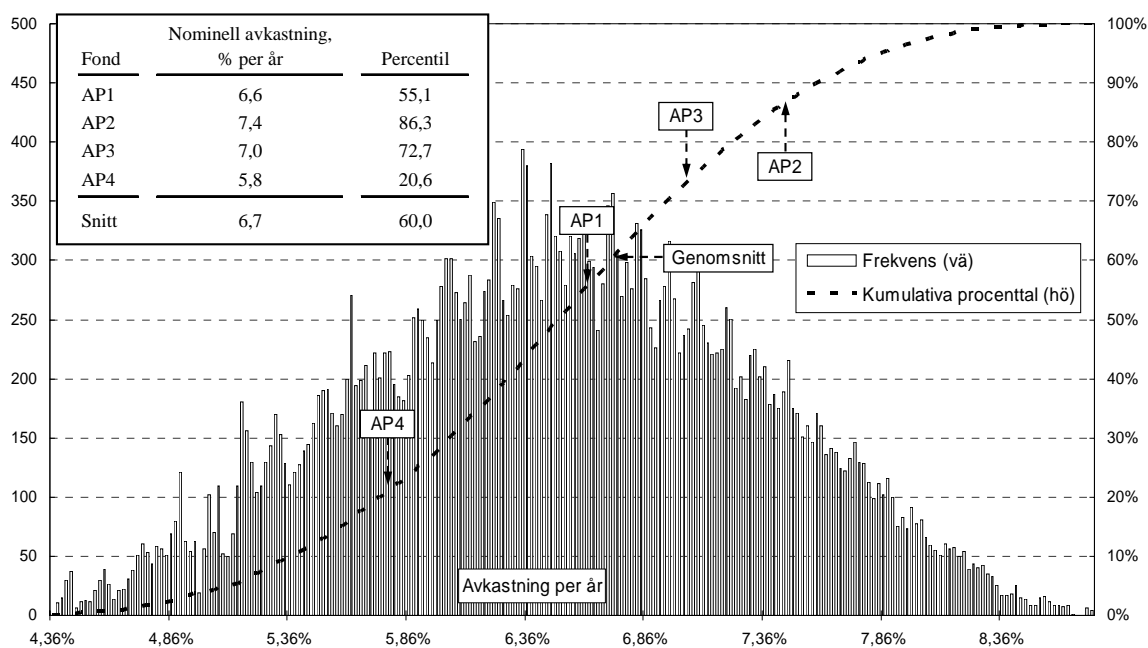
P.g.a. att simuleringen innehåller ett antal subjektiva förutsättningar kan det vara svårt att använda den enskilt för att svara på frågan om förvaltningen har varit bra eller dålig. Emellertid kan jämförelsen, tillsammans med övriga resultat, bidra till att komplettera bilden av förvaltningen. Jämförelsen görs endast för AP1-AP4 och avser perioden fr.o.m. juli 2001 t.o.m. december 2006. AP6 utelämnas i denna analys eftersom fonden har ett specifikt uppdrag att investera i svenska små och medelstora företag. Perioden begränsas till de senaste fem och ett halvt åren p.g.a. att AP1-AP4 arbetade med att omstrukturera portföljerna under det första halvåret 2001. Vid denna första presentation av simuleringen väljer vi också att endast redovisa resultatet med avseende på avkastning (mer avancerade risk- och avkastningsanalyser kan komma att genomföras vid senare tillfälle).

När man gör en simulering är det viktigt att analysera sådana scenarier som både i teorin och i praktiken var möjliga att välja vid periodens start – annars skulle analysen lätt kunna bli irrelevant. I tabellen nedan framgår de möjliga intervall som har använts för de olika tillgångsslagen. Vi kommenterar också kortfattat bakgrunden till de valda intervallen och övriga förutsättningar som legat till grund för analysen.

Tillgångsslag	Minimum	Maximum	Övrigt/kommentar
<i>Aktier</i>	35,0%	65,0%	
Varav svenska aktier	0,0%	40,0%	Index SIX PRX (maximalt 10 % i enskilt bolag).
Varav tillväxtmarknadsaktier	0,0%	10,0%	Index MSCI Em Mkts i SEK inkl. utdelning, ej valutakurssäkrat.
Varav globala aktier	50,0%	100,0%	Index MSCI World i SEK inkl. utdelning, valutakurssäkrat till SEK.
<i>Räntebärande</i>	32,0%	62,0%	
Varav SEK nominellt	0,0%	60,0%	Index OMRX Bond.
Varav SEK realt	0,0%	60,0%	Index OMRX Real, max 20 % av totala portföljen.
Varav globala nominellt	0,0%	60,0%	Index Lehman Global Agg. i SEK, valutakurssäkrat till SEK.
<i>Fastigheter</i>	3,0%	3,0%	Den verkliga avkastningen i AP Fastigheter används som index.
<i>Valutaexponering</i>	0,0%	40,0%	Den öppna valutaexponeringen ökar successivt t.o.m. 2006.

- Den totala aktieandelen tillåts variera mellan 35 och 65 % med steg om 1 procentenhet. Vi bedömer det som osannolikt att en pensionsmedelsförvaltning med en lång placeringshorisont innehåller mindre än ca 1/3 i aktier. Den maximala aktieandelen som används är 65 % p.g.a. att det av praktiska skäl skulle vara svårt att förvalta en portfölj som innehåller aktieandelar alldeles i närheten av det som maximalt är tillåtet (70 %).
- Fördelningen inom aktieportföljen tillåter maximalt 40 % i Sverige och 10 % i tillväxtmarknadsaktier (den globala utvecklade aktiemarknaden utgör alltså minst 50 % av aktieportföljen i ett enskilt scenario). Den svenska aktieportföljen representeras av ett index som maximalt tillåter att 10 % investeras i ett enskilt företag (trots att enskilda företag från tid till annan har ett marknadsvärde som överstiger 10 % av börsens totala marknadsvärde). Principen om diversifiering utgör grunden för nyssnämnda begränsningar.
- Fastigheter antas ha en andel på 3 %. Detta är ungefärligen den andel som AP Fastigheter inledningsvis utgjorde av den totala portföljen.
- Den totala andelen räntebärande tillgångar tillåts variera mellan 32 och 62 % med steg om 1 procentenhet (andelen räntebärande tillgångar utgör en restprodukt av övriga tillgångsslag). De tre olika obligationsportföljerna tillåts variera mellan 0 och 60 % av den totala ränteportföljen med steg om 10 procent av den totala ränteandelen, förutom för de reala obligationerna där den maximala andelen har begränsats till 20 % av den totala portföljen. Anledningen till denna restriktion är att marknaden för reala obligationer har varit och är relativt liten och det skulle i praktiken vara svårt att anskaffa realränteobligationer som överstiger detta värde.
- Innehav i onoterade aktier har avsiktligt valts bort. Att inkludera onoterade tillgångar riskerar att bli en godtycklig övning – det råder t.ex. brist på objektiva marknadsindex som beskriver avkastningen för tillgångsslaget som helhet.
- Den öppna valutaexponeringen varierar mellan 0 och 40 % av den totala portföljens värde. Vidare gäller att den maximala valutaexponeringen ökar successivt över tiden (med steg om 5 procentenheter från 15 % under år 2001 till 40 % fr.o.m. år 2006). Fördelningen av den öppna valutaexponeringen följer i första hand tillväxtmarknadsaktierna och överskjutande öppna valutaexponering följer fördelningen i det globala aktieindexet (MSCI World).

- Simuleringen är statisk vilket innebär att ett och samma scenario bär med sig samma tillgångsfördelning under hela perioden. Vidare används månadsvis rebalansering av de olika tillgångsslagens andelar.



I diagrammet ovan redovisas den årliga avkastningen för samtliga 33 975 scenarier som genererades i simuleringen tillsammans med den årliga avkastningen för buffertfonderna och deras genomsnitt. Den årliga avkastningen fr.o.m. juli 2001 t.o.m. december 2006 (fem och ett halvt år) framgår på x-axeln. Med hjälp av staplarna kan antalet scenarier med en viss årlig avkastning avläsas på den vänstra y-axeln och med hjälp av den streckande linjen avläses den kumulativa fördelningen av de årliga avkastningstalen på den högra y-axeln.

Totalt sett spänner de årliga avkastningstalen för samtliga scenarier över ca 4,4 procentenheter (från 4,36 % per år till 8,74 % per år) och medianen för scenariernas avkastning är 6,50 % per år. Genomsnittet för AP1-AP4 är 6,71 % per år vilket är högre än ca 60 % av alla scenarier i simuleringen. Tre AP-fonder har en avkastning som är mellan högre och mycket högre än medianen (AP1-AP3). Avkastningen för AP4 har tyvärr varit lägre än medianen i simuleringen.

Staplarna i diagrammet ovan framstår som en aning ”taggiga” och vän av ordning frågar sig då vad orsaken kan vara? Svaret är att taggigheten är en logisk följd av förutsättningarna för analysen där vissa tillgångsslags andelar inte tillåts att variera fritt inom simuleringen (t.ex. realränteobligationer, svenska aktier och tillväxtmarknadsaktier).

Som nämnts tidigare är det svårt att dra några objektiva och entydiga slutsatser om förvaltningens eventuella framgång enbart mot bakgrund av resultatet av simuleringen som har redovisats ovan. Indikationen av analysen är emellertid att buffertfondernas förvaltning totalt sett har varit framgångsrik.

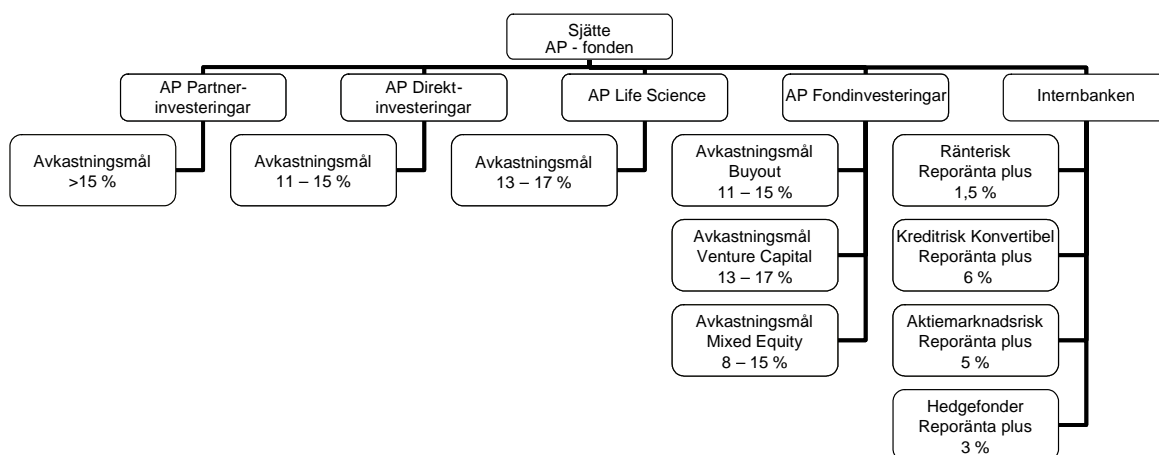
## AP6 – styrelsens avkastningskrav förefaller vara lågt

En förenklad uppställning av nettoavkastningskravet (efter avdrag för kostnader) för investeringar i såväl noterade som onoterade aktier kan göras enligt följande (notera att nedanstående uppställning inte är en redogörelse för riskpremiemodellen inom AP6).

<i>Obligationsräntan ("riskfria" statsobligationer)</i>	3,5-4,0 %
<i>Aktiemarknadspremie (publika marknader)<sup>3</sup></i>	<u>2,0-4,0 %</u>
<i>Totalt avkastningskrav för noterade aktier</i>	5,5-8,0 %
<i>Riskpremie för onoterade aktier</i>	<u>3,0-4,0 %</u>
<i>Totalt avkastningskrav för onoterade aktier</i>	8,5-12,0 %

Uppställningen ovan ska inte tolkas som ett försök att ange en objektiv sanning angående de avkastningskrav som varje investerare ska eller bör ställa på sina aktieplaceringar. Istället utgör uppställningen en förenklad redovisning av en modell som utgår från hur institutionella kapitalägare resonerar vid formuleringen av avkastningsmålen.

Fonden har ställt upp långsiktiga avkastningsmål som ska gälla för de olika affärsområdena (se figur nedan).



Vid en första anblick förefaller det som att de avkastningsmål som har fastställts av fonden har en hög ambition. Detta gäller både för affärsområden som förvaltar innehav i noterade värdepapper och för affärsområden som förvaltar innehav i onoterade värdepapper.

Fonden ställer också upp kortsiktiga avkastningskrav som ska gälla från år till år samt ligga till grund för utvärdering av resultatet. Dessa årliga avkastningskrav kommer till genom en modell som utgår från riskfri avkastning (kort ränta) varefter krav på olika riskpremier läggs till beroende på i vilken bransch och i vilken del av mognadsfasen som företaget befinner sig. Genom denna modell har det genomsnittliga avkastningskravet på fondens totala kapital varit ca 6,8 % under de senaste fyra åren. Som exempel

<sup>3</sup> Den genomsnittliga historiska riskpremien för publika aktiemarknader, utöver avkastningen för statsobligationer, har varit ca 4,2 % per år under perioden 1900-2006 i 17 ”utvecklade västländer”. Se Dimson, Marsh & Staunton, “*Global Investment Returns Yearbook 2007*” samt “*Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*”, Princeton University Press, 2002.

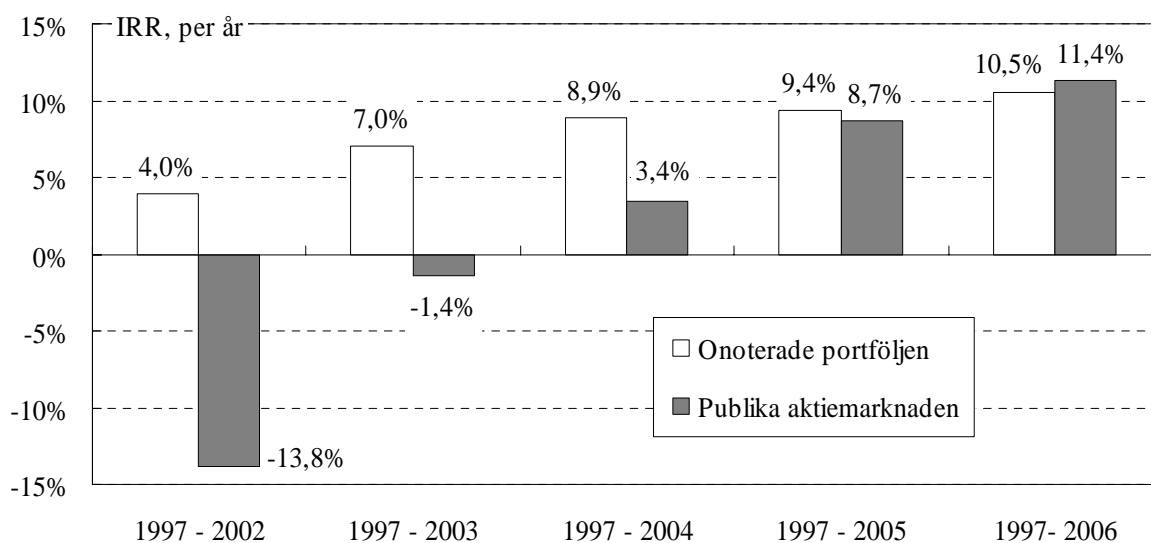
kan också nämnas att avkastningskravet för de affärsområden som förvaltar noterade aktier uppgick till mellan 7,9 och 10,2 % under 2006.

Om man jämför dessa sistnämnda årliga avkastningskrav med de långsiktiga avkastningsmål som redovisats kan man konstatera att avkastningskraven är väsentligt lägre än de långsiktiga avkastningsmålen. T.ex. är det så att avkastningskraven för de affärsområden som förvaltar noterade aktier inte i något enskilt fall har nått upp till den lägre delen av intervallen för långsiktiga avkastningsmål. Mot denna bakgrund verkar det som att styrelsens avkastningskrav är relativt lågt satta.

Ur kapitalägarens perspektiv är det naturligtvis av intresse att belysa resultaten inom fonden ur flera kompletterande perspektiv. Ett särskilt område av stort intresse är den omfattande investeringsverksamheten i noterade företag som för närvarande utgör mer än halva fondens marknadsvärde.

En kapitalägare som gör investeringar i noterade företag förväntar sig, eller kräver, i de flesta fall att avkastningen på lång sikt från dessa ska överstiga avkastningen som investerarna på den publika aktiemarknaden erhåller. Logiken bakom detta är att det är relativt enkelt att delta som investerare på den publika marknaden medan det kräver mer resurser att förvalta en portfölj av noterade företag. Det är också så att det på lång sikt bör finnas en premie för den ökade likviditetsrisken som kommer genom att noterade bolag inte går att avyttra med kort varsel utan att priset riskerar att påverkas i negativ riktning.

Mot bakgrund av nyssnämnda redovisas nedan en jämförelse av avkastningen för fondens noterade innehav och avkastningen för en portfölj av publika svenska aktier representerad av det svenska börsindexet SIXRX (totalavkastningsindex). Jämförelsen görs med hjälp av en beräkning av internräntan (på årsbasis) för den publika marknaden, givet de kapitalflöden som ägt rum i den noterade portföljen (s.k. *public market equivalent*).



Av diagrammet ovan framgår att investeringarna i den noterade portföljen givit en internränta på 10,5 % per år (före avdrag för kostnader) – emellertid blir internräntan



för den publika marknaden ännu högre än så (11,4 %). Om hänsyn tas till kostnaderna för förvaltningen av den onoterade portföljen blir skillnaden större.

Den onoterade portföljen har haft ett ”försprång” under de fyra år som föregick 2006. Den starka utveckling som varit på den publika marknaden de senaste åren har emellertid lett till att den har passerat den onoterade portföljen. Vi har tidigare nämnt att det är vanligt att den onoterade marknaden följer trenden på den publika marknaden med något eller några års eftersläpning. Om ett sådant mönster upprepar sig leder det till att den onoterade portföljen kommer uppvisa hög avkastning de kommande åren. Fonden som helhet har alltså, som tidigare sagts, uppnått styrelsens mål. Men resultaten av de onoterade innehaven har inte distanserat resultaten på den publika marknaden under den senaste tioårsperioden.

Med syfte att belysa avkastningen för den onoterade delen av portföljen ytterligare redovisas nedan en jämförelse av fondens avkastning med andra svenska och utländska Private Equity-fonder. Jämförelsen baserar sig på information som erhållits från den Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA) som i sin tur hämtat data från Thomson Financials databas (VentureXpert). Rapportering till denna databas är frivillig. I undersökningen ingår 41 svenska Private Equity-fonder vilket kan jämföras med de 114 aktiva företagsmedlemmar som finns hos SVCA (per maj 2006). Svarsfrekvensen är alltså ganska låg. Enligt de uppgifter vi har fått är dock svarsfrekvensen, räknat i förvaltad kapital, högre p.g.a. att de större fonderna är med bland dem som rapporterar data. Med tanke på att dataunderlaget är behäftat med de brister som har beskrivits måste stor försiktighet iaktas när det gäller att dra slutsatser av jämförelsen.

För närvarande finns ingen information om avkastning per 2006-12-31 varför jämförelsen avser situationen per föregående årsskifte. Avkastningstalen utgörs av s.k. ”pooled IRR” sedan etablerandet av respektive Private Equity-fond. Med detta menas kortfattat att investeringsflödena och värderingen av de orealiserade investeringarna vid utgången av 2005 har summerats till en aggregerad nivå för samtliga ingående fonder, varpå internräntan har beräknats. I aggregatet ingår fonder med varierande tidslängd sedan etableringen, men torde sällan överstiga 10 år.

Det kan noteras att med svenska Private Equity-fonder behöver inte nödvändigtvis menas att de enbart investerar i svenska portföljbolag. AP6 har å andra sidan i viss utsträckning investerat i ”svenska” Private Equity-fonder som EQT och Nordic Capital som har ett europeiskt/nordiskt investeringsperspektiv.

***”Pooled IRR” sedan etablerandet av respektive Private Equity-fond***

	Antal fonder	Alla fonder	Venture fonder	Buyout fonder
Svenska PE-fonder	41	18,9%	6,3%	27,2%
Nordiska PE-fonder	180	12,7%	1,0%	18,2%
Europeiska PE-fonder	1007	10,1%	5,6%	12,5%

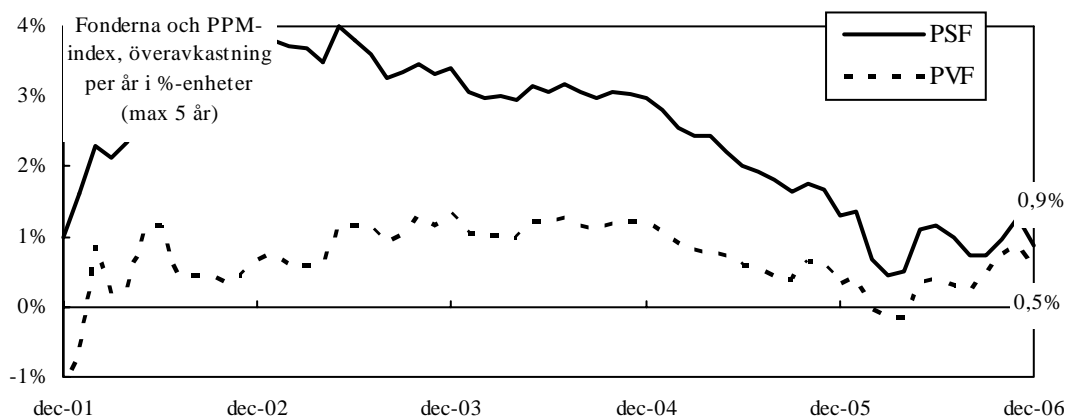
Avkastning i Euro per 2005-12-31, netto efter avdrag för förvaltningsarvoden  
Källa: Thomson Financial (VentureXpert) / SVCA

Som framgår av tabellen har det varit stor skillnad på avkastningen i Venture-fonder jämfört med Buyout-fonder, framförallt i Sverige men även i Europa. Detta är en stor skillnad mot USA där Venture uppvisat en högre avkastning än Buyout (vilket på lång sikt borde vara naturligt givet den högre risken inom Venture).

Under perioden 1997-2005 har vi beräknat att internräntan för den onoterade portföljen inom AP6 uppgick till 6,7 % per år (netto efter externa förvaltningsarvoden och uttryckt i Euro). Emellertid bör det i sammanhanget noteras att AP6 endast använder sig av eget kapital vid direktinvesteringar i onoterade bolag medan avkastningen för fonderna i tabellen ovan har uppnåtts med hjälp av belåning.

### AP7 – har uppnått målsättningarna under de senaste fem åren

AP7s förvaltning av premiepensionsfonderna PSF och PVF hade ett sammanlagt resultat på knappt 7 mdkr under 2006. Därmed uppgår deras sammanlagda resultat under de senaste sex åren till ca 18,7 mdkr. I diagrammet nedan redovisas en sammanfattning av fondernas resultat jämfört med PPM-index. Tidsperioden som omfattas börjar ett år efter starten för respektive fond.



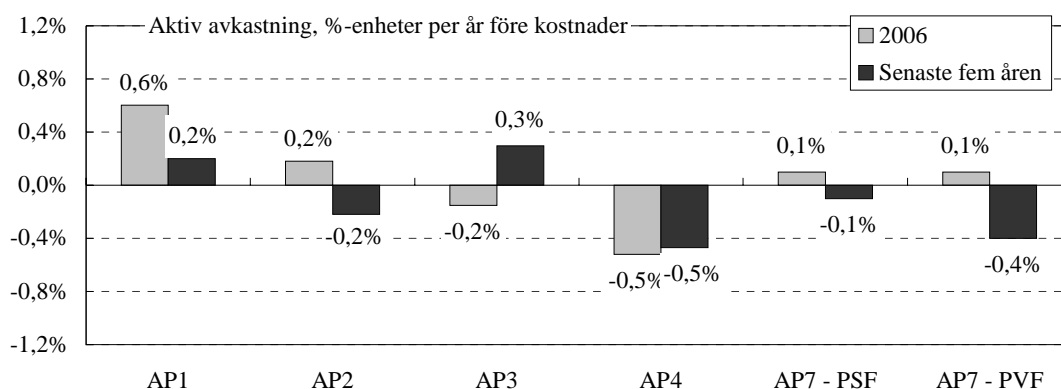
Resultatet för PSF och PVF är bra jämfört med målsättningen. PPM-index har överträffats med i snitt 0,9 respektive 0,5 procentenheter per år. Målsättningen är också att risken i förvaltningen, mätt som standardavvikelse, ska vara lägre än för PPM-index. Även denna målsättning har uppfyllts.

## Utvärdering av AP-fondernas operativa förvaltning

Utifrån de övergripande besluten av strategisk karaktär som styrelserna har fattat bedrivs en omfattande operativ förvaltning inom AP-fonderna. Det läggs ned betydande resurser i denna del av förvaltningen och den utgör därför också en viktig del av den totala bilden av AP-fondernas förvaltningsverksamhet.

### AP-fonderna har inte nått målen för aktiv avkastning

Styrelserna i AP1-AP4 och AP7 har fastställt jämförelseindex för den operativa förvaltningen och ställt upp målsättningar om överavkastning jämfört med dessa. För AP6 är det inte relevant att göra en jämförelse mot referensindex.



Av diagrammet ovan framgår att AP1 och AP3 är de fonder som har överträffat sina jämförelseindex under den senaste femårsperioden medan AP2, AP4 och AP7 uppvisar underavkastning. Tyvärr leder detta också till att det genomsnittliga aktiva resultatet har varit negativt. I resultatet har kostnaderna för den aktiva förvaltningen inte avräknats. Om kostnader inkluderades skulle resultatet minska ytterligare i storleksordningen 0,05-0,10 procentenhet per år.

Om man dessutom tar utgångspunkt i fondernas egna målsättningar för överavkastning, som uppgår till 0,5 procentenhet per år eller mer, blir slutsatsen att den aktiva förvaltningen inte har fungerat tillfredsställande för någon av fonderna under den senaste femårsperioden.

Vad är då skälet till att målsättningarna för överavkastning inte har uppnåtts? Det enkla svaret på frågan är att fonderna så här långt inte har varit tillräckligt framgångsrika med att välja/rekrytera aktiva förvaltare. Uppgiften att välja/rekrytera aktiva förvaltare ankommer på den operativa ledningen i fonderna – styrelserna har typiskt sett delegerat detta beslut till dem, samtidigt som styrelserna har satt upp mål för den aktiva avkastningen som ska infrias på några års sikt. Vi har studerat fondernas modeller och rutiner för att fördela aktiva riskmandat och överavkastningsmål till de olika interna och externa förvaltare och det är inte i dessa som problemet finns. Styrelserna, såsom slutligt ansvariga för all förvaltning inom fonderna, är i sin tur välinformerade om hur resultatet av den aktiva förvaltningen utvecklas.

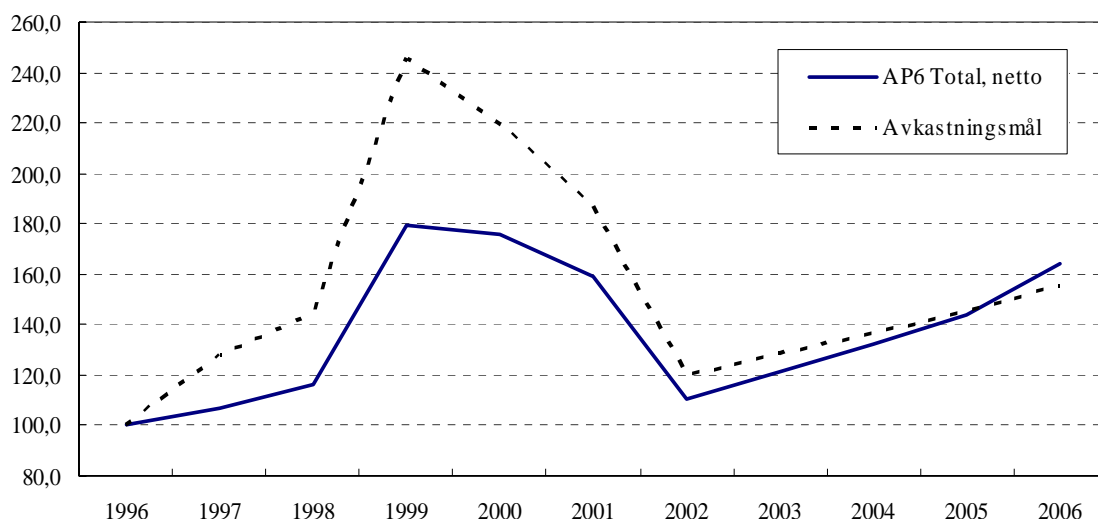
I kommunikationen med fonderna avseende överavkastningen har vi lagt märke till att fokus ofta hamnar på frågan om fonden har haft en överavkastning eller ej, istället för

att behandla målsättningen för överavkastningen. Det förekommer att någon fond som har slagit index poängterar detta faktum (medvetet eller omedvetet), och att någon fond som inte har slagit index uttrycker sin frustration över just detta. Detta ger ett intryck av att själva målsättningen för överavkastning inte åtnjuter högsta prioritet och att man är någorlunda nöjd om man kan uppvisa en positiv överavkastning. Det är emellertid så att fonderna lägger ner stora resurser på aktiv förvaltning i form av både tid och pengar, och då är det rimligt att kapitalägaren erhåller en överavkastning (d.v.s. en premie) för de resurser som läggs ner. Ett litet "tankeexperiment" visar t.ex. att det ekonomiska värdet av att målsättningarna för överavkastningen inom AP1-AP4 hade uppnåtts under de senaste fem åren skulle ha uppgått till ca 14 mdkr.

Med tanke på de resurser som läggs ner på aktiv förvaltning inom fonderna bör också fokus på målsättningarna vara mycket stort. Ett sätt att förstärka denna fokus är att lägga till målsättningen om överavkastning på toppen av det totala avkastningsmål som har uttryckts för respektive fond (på samma sätt som AP2 har gjort i den målsättning som gäller för fonden fr.o.m. år 2007). Ett annat sätt att åstadkomma detta är att inkludera målsättningar och antaganden om överavkastning redan i den s.k. ALM-processen. I det fall en eller flera fonder kommer fram till att det inte går att skapa en överavkastning bör målsättningen för detta naturligtvis tas bort (eller reduceras i det fall de nuvarande målsättningarna bedöms vara alltför höga).

## AP6 – överträffar avkastningskravet under de senaste tio åren

De omständigheter som omger förvaltningen inom AP6 och det specifika uppdraget som medför väsentliga investeringar i onoterade företag skiljer sig väsentligt från de förutsättningar som övriga buffertfonder har. Därför är det heller inte möjligt att använda samma modell för att analysera strategiska beslut och aktivitet.



Under den första fullständiga tioårsperioden uppgår avkastningen för AP6 totala portfölj till 5,1 % per år. Detta innebär att fonden har överträffat det avkastningskrav som har fastställts av styrelsen med 0,5 procentenhet per år.

## Strukturella problemställningar

I detta avsnitt framförs frågeställningar som inte har direkt bäring på utvärderingen av AP-fondernas förvaltning i enlighet med det uppdrag som respektive fond har. I avsnitten diskuteras istället potentiella problem som framför allt har relevans för kapitalägaren, t.ex. vid formuleringen av fondernas uppdrag eller strukturella och tekniska problemområden i samband med fondförvaltningen.

### AP6 – kan likviditetsförvaltningen effektiviseras?

AP6 är en ”stängd” fond. Det innebär att medel inte ska föras från eller till fonden. Med syfte att hålla likviditetsberedskap för investeringar i riskkapitalmarknaden samt en ”buffert” för oförutsedda svängningar i inflöden från de onoterade innehaven placerar AP6 i dagslån, statsobligationer, räntefonder och hedgefonder. Det totala kapital som är investerat på detta sätt uppgick till ca 2,3 mdkr vid utgången av 2006 (vilket motsvarar ca 13 % av fondkapitalet). Av nämnda skäl kan man förvänta sig att en inte oväsentlig del av fondens medel kommer att vara investerade i korta och likvida tillgångar också i framtiden.

En traditionell riskkapitalfond är till sin karaktär en ”öppen” fond. Det innebär att fonden har möjlighet att ta in kapital från delägarna när goda investeringstillfällen infinner sig och att kapital också levereras till delägarna i takt med att innehaven avyttras. Därför behöver en traditionell riskkapitalfond heller inte en likviditetsförvaltning av den karaktär som behövs inom AP6. Det bör övervägas om AP6 kan fungera som en öppen fond inom ramen för buffertfondsystemet i syfte att bl.a. effektivisera likviditetsförvaltningen.

### AP7 – bör regelverket förändras?

I regelverket som omger förvaltningen av Premiesparfonden anges att den totala risknivån i fondens placeringar skall vara låg och att "fondmedlen skall, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås" (lagen om allmänna pensionsfonder). Det är också uttalat i förarbetena att "förvaltningen skall emellertid inte vara så försiktig att den förväntade premiepensionen för dessa sparare (icke-väljarna) kraftigt avviker negativt från den förväntade pensionsnivån för hela kollektivet av premiepensionssparare" och "att risken skall vara låg innebär också att Premiesparfondens risknivå normalt skall vara lägre än för den genomsnittliga privata förvaltaren av pensionskapital med samma placeringshorisont" (prop. 1999/2000:46). Med detta som utgångspunkt har AP7:s styrelse preciserat förvaltningsinstruktionen för Premiesparfonden genom att relatera målavkastning och risk till genomsnittet för PPM-fonderna. Vi har redovisat ovan att förvaltningen också har uppnått de uppställda målen sedan starten av fonden.

Fonden använder således det s.k. PPM-indexet för att utvärdera den strategiska måluppfyllelsen. Tillgångsfördelningen i PPM-index påverkar därmed den övergripande investeringsstrategin. PPM-index utgörs av den kapitalvägda summan av de val som har gjorts och alltså görs av alla enskilda pensionssparare inom PPM. Därmed är PPM-index en ”levande materia” som påverkas av pensionsspararnas beteende och hur det förändras både på kort och på lång sikt. Aktiviteten inom PPM har också ökat väsentligt under de senaste åren – under 2006 gjordes nästan 1,8 miljoner fondbyten vilket var ca

fem gånger så många som gjordes tre år tidigare. Omständigheterna som beskrivs föranleder oss att resa frågan om att det kan finnas anledning att omvärdera föreskrifterna om en låg risknivå avseende placeringarna i Premiesparfonden. Bakgrunden till frågan är naturligtvis om de enskilda pensionsspararna genomför rationella investeringsbeslut för sina pensionsmedel, eller om deras val påverkas av faktorer som får dem att fatta beslut som är irrationella. Kanske skulle det vara bättre att AP7 väljer placeringsstrategi för Premiesparfonden utifrån sin egen uppfattning om hur en långsiktig pensionsportfölj bör vara investerad utan att behöva ta hänsyn till risknivån (och tillgångsfördelningen) i det övriga "PPM-kapitalet"?

Problemställningen belyses vidare av att Premiesparfondens avkastning har varit 10,5 respektive 25,1 % under 2006 och 2005 – en avkastning som var 2,5 respektive 7,3 procentenheter lägre än avkastningen för PPM-index. Men är det då rätt att dra slutsatsen att avkastningen varit dålig eller ens otillräcklig? Om kravet på låg risk i förhållande till andra privata förvaltare av pensionskapital togs bort skulle utvärderingen av avkastning och risknivå i förhållande till PPM-index kunna ersättas eller kompletteras med målsättningar och jämförelser som har bäring på vad som har relevans för en bra pension (t.ex. målsättningar om avkastning utöver uppräkningsindex eller en absolut avkastning i reala termer).

## **Översyn av placeringsrestriktioner**

De placeringsrestriktioner som omger fondernas förvaltning utarbetades för drygt sju år sedan. Mot bakgrund av utvecklingen på de finansiella marknaderna har de flesta institutionella kapitalägare valt att från tid till annan se över sina övergripande placeringsrestriktioner och övriga placeringsriktlinjer. Vi anser att det är lämpligt att anordna en liknande process avseende AP-fondernas förvaltning. På så sätt får kapitalägaren möjlighet att utvärdera de gällande restriktionerna och vid behov förändra innehållet i dem.

## Rapport – Första AP-fonden

### Målsättning och styrvariabler

Fondens övergripande målsättning bestämdes inledningsvis till att undvika att den automatiska balanseringen utlöstes och den ursprungliga investeringsstrategin (2000/2001) valdes med syfte att minimera ”förlusterna” av eventuella automatiska balanseringar. Givet skuldens variabilitet över åren bedömdes det inte som meningsfullt att fastställa ett absolut avkastningsmål, varken i nominella eller reala termer. Emellertid beräknades ett avkastningsmål även om det inte var avsett att användas som ett uttryckligt styrmedel.

Under 2002 utvecklades målsättningarna något av fonden. Fortfarande var det övergripande målet att undvika större effekter av framtida automatiska balanseringar med tillägget att det var långsiktigt hög avkastning inom AP-fonderna som var fondernas viktigaste bidrag till pensionssystemet. Ytterligare en målsättning var att referensportföljernas avkastning (för räntor och aktier) skulle överträffa avkastningen för den globala marknaden för respektive tillgångsslag över rullande femårsperioder. Under de senaste åren (2005-2006) har fonden uttryckt att en nominell avkastningsnivå mellan 5,1 % och 6,1 % per år krävs för att långsiktigt uppfylla målsättningarna.

### Utveckling av den strategiska portföljen

#### *Utveckling av investeringsstrategi*

Vid slutet av 2006 utgjordes investeringsstrategin inom AP1 av 57 % aktier, 3 % alternativa investeringar och 40 % obligationer. Samma investeringsstrategi har med mindre undantag gällt sedan halvårsskiftet 2001:

Tillgångsklasser	dec-06	dec-05	dec-04	dec-03	dec-02	dec-01	jun-01
Fastigheter & alt. inv.	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Svenska aktier	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Globala aktier	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
Tillväxtmarknadsaktier	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Kassa	-	-	-	-	-	2,0	2,0
Räntebärande tillgångar	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0	38,0	38,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Valutaexponering	16,0	20,0	20,0	15,0	10,0	10,0	10,0

Aktieportföljen var under 2006 sammansatt av en större andel globala och en mindre andel svenska aktier. Sedan april 2004 består andelen globala aktier av 38,4 procentenheter ”helt” globala aktier och 1,6 procentenheter amerikanska småbolag.

Vid halvårsskiftet 2006 inkluderades 4 nya tillgångstyper i referensportföljen (reala obligationer och kreditobligationer i USA och inom EMU-området). Ränteförvaltningen har också gått ifrån en regional indelning till en mer fundamental indelning utifrån

faktorer som påverkar avkastningen på samtliga obligationsmarknader. I juni slutfördes en omstrukturering av exponeringen mot tillväxtmarknadsaktier från en enskild passiv förvaltare till fem nya aktiva förvaltare.

Valutaexponeringen minskades i november 2006 från ca 20 % till ca 16 %, varav 5 procentenheter utgörs av exponeringen mot tillväxtmarknader. Minskningen beror främst på en minskad euroexponering.

Den inledande investeringsstrategin (2000/2001) bestämdes utifrån ett jämviktsperspektiv, d.v.s. att de olika tillgångsslagen var "rätt" värderade utifrån en långsiktig investeringshorisont. Styrelsen beslutade också i enlighet med ledningens förslag till investeringsstrategi.

Fonden valde att anamma en strategisk "övertikt" i svenska aktier jämfört med tillgångsslagets andel av den globala aktiemarknaden. I samband med detta anfördes några argument för och emot:

- AP1 har en komparativ fördel när det gäller information om den svenska aktiemarknaden vilket kan leda till bättre resultat.
- Hela den specifika risk som kan förknippas med svenska aktier kan inte diversifieras – och därför kommer den också belönas med extra avkastning.
- Det kan vara svårare att förklara eventuella "förluster" för externa intressenter (t.ex. media) inom utländska tillgångsslag jämfört med inhemska tillgångsslag.
- Andra svenska investerare (inkl. andra AP-fonder) förväntas ha en hög andel svenska aktier. AP1 bör också ha en hög andel i svenska aktier för att minska den "relativa risk" som annars uppkommer.
- Det kan finnas en implicit önskan från pensionärerna att den svenska aktieandelen inte ska vara alltför låg.
- Det viktigaste skälet för att inte ha övertikt på hemmamarknaden är riskspridning.

De två första argumenten verkar ha haft stor inverkan på valet att inkludera en väsentlig andel svenska aktier i portföljstrategin.

Efter en fördjupad analys under 2002 skedde en marginell förändring av investeringsstrategin inför 2003 som innebar att kassan togs bort ur strategin och att andelen lades till utländska räntebärande. Styrelsen beslutade också om att förändra referensportföljen inom utländska räntor på så sätt att respektive lands andel skulle bestämmas av BNP-andelen istället för de emitterade volymerna eller marknadsvärdena. Samtidigt genomfördes en väsentlig minskning av referensportföljens andel i japanska obligationer, framför allt mot bakgrund av den aktuella värderingssituationen för tillgångsslaget.

Under 2002 utvecklades också tankar om att införa onoterade aktier som en del av alternativa investeringar. Orsaken var att onoterade aktier förväntades avkasta 2-4 procentenheter mer per år jämfört med noterade aktier. Styrelsen fattade före årsskiftet 2002/2003 beslut om att upprätta en ny enhet för att förvalta de onoterade aktierna tillsammans med eventuella fastighetsinvesteringar och hedgefonder. I juni 2003 fattades beslut om att allokera 2 % till onoterade aktier, 4 % till fastigheter och 0,5 % till hedge-



fonder före 2004-06-30 och att referensportföljen skulle ändras i takt med att faktiska investeringar genomfördes.

Vid inledningen av 2003 utredde ledningen, på begäran av styrelsen, vad konsekvenserna skulle bli av att minska den noterade aktieandelen från 57 till 52 %. Bakgrunden var en ny prognos för balanstalet som visade att risken för automatiska balanseringar under de närmaste tio åren hade ökat. Minskningen av aktieandelen var vid tillfället också i linje med ledningens marknadssyn för noterade aktier som förväntades ha en lägre avkastning och en högre risk än tidigare. Styrelsen valde emellertid vid det tillfället att avstå från en förändring mot bakgrund av att tillräcklig information om pensionsystemets status inte ansågs föreligga.

Vid årsskiftet 2003/2004 fattades beslut om att öka den öppna valutaexponeringen med fem procentenheter till 20 % mot bakgrund av en förnyad optimeringsanalys. Samtidigt infördes småbolagsaktier i portföljen som särskilda mandat då det speglade marknaden för noterade aktier bättre samt att det bidrog till ökad riskspridning. Fördelningen till småbolagsaktier gjordes genom att mandat skapades för amerikanska småbolag inom den utländska aktieportföljen medan fonden avstod från småbolagsaktier i Sverige och Europa med motiveringen att marknaderna där var mindre likvida.

Ledningen utredde i juni 2005, på begäran av styrelsen, konsekvenserna av att minska aktieandelen med tre procentenheter och obligationsandelen med sex procentenheter till fördel för investeringar i korta räntepapper (bakgrunden till frågeställningen var att balanstalet hade minskat till följd av nya data för löneutveckling och prognoser för arbetskraftdeltagande). Styrelsen valde emellertid att skjuta upp beslutet. Som planerat återbesökte styrelsen frågan i augusti och konstaterade då att prognosen för balanstalet hade förbättrats samt att portföljen hade utvecklats starkt. Styrelsen tog då beslutet att avstå från förändringen.

I december 2005 gjorde styrelsen ett förtydligande om hur fonden ska arbeta i kapitalförvaltningen för att bidra med värden. Dels ska arbete läggas på referensportföljens sammansättning (styrelsen) samt på aktiv förvaltning (operativ förvaltning i fonden).

Per halvårsskiftet 2006 inkluderades 4 nya tillgångsklasser inom ränteportföljen i referensportföljen (reala obligationer och kreditobligationer inom europa och i USA). Bakgrunden till detta var en tidigare studie som visade på möjliga diversifieringsvinster genom att inkludera dem. Samtidigt bytte fonden index för svenska realräntor. Dessa förändringar av referensportföljen sammanföll med ett medelfristigt beslut som framför allt innebar att fonden avvecklade sina positioner i japanska nominella obligationer.

Under augusti 2006 gjordes en mindre förändring av de index som används för uppföljning av investeringar i hedgefonder inom alternativa investeringar.

Under november 2006 togs ett beslut om att minska den öppna valutaexponeringen från 20 % till 16 %, främst genom en minskad exponering emot euro. Beslutet baserades på flera olika bedömningar och underbyggdes med etablerade teorier samt egna undersökningar.

I december 2006 tog styrelsen ett beslut om att återgå till den treårsplan för investeringar i private equity som beslutades under 2004. Denna plan fördröjdes på grund av oklarheter vad gäller redovisningspraxis samt eventuella kommande krav på fondens

förvaltningskostnader. Då dessa oklarheter hade retts ut beslutade styrelsen att fonden skulle återgå till den tidigare definierade planen under en treårsperiod. Detta innebar att fonden maximalt skall allokera 10 mdkr till private equity fram till och med 2009.

### ***Målsättning för överavkastning***

I slutet av år 2000 slog styrelsen fast att målsättningen för den totala likvida portföljens överavkastning skulle vara 0,5 procentenheter per år över rullande femårsperioder. Informationskvoten skulle därvid minst uppgå till 0,3. Målsättningen för överavkastning skulle enligt fonden nås genom en aktiv risk som maximalt fick uppgå till 3,0 %. Eftersom den aktiva förvaltningen var fördelad på en stor mängd olika interna och externa mandat konstaterade fonden att den aktiva risken sannolikt inte skulle komma i närheten av den maximala nivån. Orsaken till detta var att de olika aktiva riskerna har låg samvariation, och fonden förväntade sig således att den aktiva risken för den totala likvida portföljen skulle ligga i intervallet 0,8 – 1,0 % per år.

### ***Övergripande investeringsrestriktioner***

Förutom gränsvärden för den totala aktiva risken infördes vid slutet av år 2000 också en gräns för maximal avvikelse i aktiedelen uppgående till +/- 10 procentenheter.

## **Portföljstrukturens utveckling**

### ***Aktiv riskbudgeteringsprocess***

Vid utgången av år 2000 beslöts att det aktiva avkastningsmålet skulle nås genom strategiska och taktiska avvikelser från referensportföljen vid tidpunkter då marknader bedöms vara i obalans samt genom användandet av aktiv förvaltning inom förvaltningsmandat där det bedöms att det kan vara produktivt. Tanken var att VD skulle fatta beslut om medelfristig allokering mellan tillgångsslagen utifrån styrelsens fastlagda strategi. Med denna allokering som utgångspunkt skulle sedan ytterligare aktiva risker fördelas ner i organisationen till de mandat som erbjöd de bästa möjligheterna till överavkastning jämfört med den ytterligare risken. Som nämnts ovan var det dock inte helt klart vilka tillgångsslag eller mandat som skulle bidra till det övergripande målet.

I april 2002 förändrades den övergripande processen genom att medelfristiga beslut skulle fattas i styrelsens referensportfölj och inte genom en strategisk s.k. ”overlay-portfölj”. Tillgångsfördelningen skulle analyseras mer frekvent samt diskuteras och beslutas på styrelsemöten. Bakgrunden var att det hade visat sig svårt att ta vara på den interna analyskraften via den strikta uppdelningen mellan riktigt långsiktiga strategiska beslut och de taktiska besluten. De beslut som kunde komma att fattas av den bakomliggande analysen var så pass stora och avvikande från referensportföljen att de resulterade i större aktiva risker än vad som bedömdes kunna bäras av den operativa organisationen.

I december 2004 antogs nya riktlinjer för den aktiva riskbudgeteringsprocessen av styrelsen. Målsättningen var att sätta en mer sofistikerad modell för att fördela aktiva risker inom den operativa organisationen till de tillgångsklasser och mandat där de kunde göra mest nytta. Tanken var alltså att skapa ett mer optimalt utnyttjande av riskbud-

geten. Riskbudgeten delades således upp i 7 separata förvaltningsenheter som tilldelades olika målsättningar och riskmandat. Grunden för fördelningen utgjordes av både historisk skicklighet och generella möjligheter till aktiv avkastning som hade observerats bland förvaltningsorganisationer i allmänhet.

Inför 2006 presenterades en detaljerad aktiv budget för styrelsen. Denna omfattade specifikationer av prognosticerade informationskvoter, aktiva risker och avkastningar för svenska aktier, europeiska aktier, internationella räntor, valuta, två taktiska mandat samt extern förvaltning.

I samband med årets utvärdering har AP1 mer i detalj beskrivit hur den nuvarande aktiva riskbudgeteringsprocessen fungerar. Modellen bestämmer den fördelning av den totala aktiva risken som maximerar den totala aktiva avkastningen utifrån tre parametrar; kapitalfördelningen inom portföljen samt skattade informationskvoter för och korrelationer mellan de enskilda förvaltarnas aktiva risker. Den risk som allokeras till externa förvaltare betraktas som statisk i enlighet med det förvaltningsavtal som har ingåtts.

Allokeringen av risk görs på delportföljnivå (t.ex. till svenska eller europeiska aktier). Det är därefter upp till förvaltarna inom varje delportfölj att utnyttja det tilldelade riskutrymmet på ett optimalt sätt. Modellen bygger på att förvaltarna inte bara får risk tilldelad till sig utan att de också utnyttjar den. Uppföljning av riskutnyttjandet sker därför regelbundet vilket ger ledningen möjlighet att omfördela riskutrymmet om så är lämpligt.

Budgeteringen av risk utgår ifrån en statistisk modell som också ger en viss sannolikhet för att målsättningen uppnås. I 2006 års riskbudget skulle den totala överavkastningen bli så hög som 1,2 procentenhet om alla förvaltare klarade sina målsättningar. Modellen tar därmed hänsyn till risken att någon eller några förvaltare inte kommer att nå sina målsättningar. AP1s aktiva riskbudgeteringsprocess är väl strukturerad och uppföljningen av den realiserade aktiva risken för 2006 visar att den följer den prognosticerade utvecklingen väl.

### ***Intern och extern förvaltning***

Vid slutet av år 2000 togs beslut om att svenska aktier, valutaförvaltning samt nästan hela ränteförvaltningen skulle genomföras internt. Samtidigt skulle globala aktier inklusive tillväxtmarknader förvaltas externt. Intern aktiv förvaltning ställer krav på stora interna analytiska resurser, särskilt för aktier och fastigheter. Valet av intern eller extern förvaltning skulle göras mot bakgrund av möjligheter att skapa skalfördelar. Enligt fonden krävde inte passiv förvaltning så stora resurser och den kunde således skötas internt till en låg kostnad.

På våren 2004 tillkom externa aktiva förvaltare för småbolagsförvaltning i USA. Under året bildades också en ny enhet inom organisationen, med ansvar för samtliga frågor som berörde externt förvaltrade mandat, bland annat upphandling, uppföljning och utvärdering. En annan viktig uppgift för enheten under året var att analysera och identifiera placeringsområden som var lämpade för extern förvaltning.

I december 2005 beslutas att intern förvaltning ska fokuseras på områden där fonden på ett aktivt sätt kan dra nytta av komparativa fördelar. Övriga områden skulle förvaltas externt och förvaltare skulle väljas efter deras förmåga att skapa mervärden samt med hänsyn till hur förvaltarens riskprofil och förvaltningsstil passade tillsammans med den totala förvaltningen. Fjorton olika externa, aktiva förvaltningsmandat återfinns för amerikanska företagsobligationer, amerikanska små- och storbolagsaktier samt aktier i Japan och stillahavsregionen. Fonden använder ett s.k. ”multi-manager”-koncept där idén är att successivt plocka ut skickliga förvaltare som kompletterar varandra ur ett antal perspektiv.

### ***Aktiv och passiv förvaltning***

Under uppbyggnadsfasen 2001 fokuserade fonden på att få den nya porföljstrukturen på plats, och större delen av förvaltningen bedrevs därför passivt. Därefter utökade fonden andelen aktiv förvaltning. Det inledande beslutet inför år 2001 angående aktiv kontra passiv förvaltning baserades framför allt på akademisk forskning kring själva frågeställningen. Slutsatsen som drogs var att aktiv förvaltning endast ska väljas om det finns en stark uppfattning om att det är möjligt att skapa mervärden inom mandatet i fråga. Ju starkare uppfattningen är desto större ska fördelningen till mandatet vara. Emellertid noterade fonden en historisk oförmåga att skapa mervärden bland kapitalförvaltare i allmänhet. Beslut fattades om att förvaltningen av räntor, valuta och svenska aktier skulle genomföras aktivt och att förvaltningen av utländska aktier, inklusive tillväxtmarknader, skulle genomföras passivt.

Fonden hade bred och djup kompetens inom ränteförvaltning genom sin tidigare egenkap av ränteförvaltare. Därför förväntades att den interna aktiva förvaltningen genom bl. a. makroanalys och kvantitativa modeller skulle bidra med mervärden. För aktier antogs en passiv inriktning på bolagsnivå men aktiv när det gällde regional fördelning. För de svenska aktierna antogs det vara enklare att göra bolagsval p.g.a. närheten till marknaden. Valutaförvaltningen genomfördes via en kvantitativ modell och investeringsprocess eftersom en traditionell makroanalys inte bedömdes ha möjligheter att tillföra värden. Generellt uttrycks att väl utvecklade och analyserade marknader skulle förvaltas passivt. På marknader som var mer svåranalyserade och där API saknade kompetens skulle externa förvaltare anlitas i ett senare skede.

Sedan 2001 har fonden successivt ökat andelen aktiv förvaltning, såväl internt som externt. Under 2002 förstärktes aktieenheten med resurser inom analys och förvaltning vilket syftade till att öka andelen aktiv förvaltning. Ökningen av den aktiva förvaltningen skedde dels inom den interna förvaltningen, men ytterligare aktivitetsökning skulle uppnås genom att anlita externa aktiva förvaltare. Under året ändrades även riskmandatet för den externa förvaltaren BGI som gick från en passiv till en semi-aktiv förvaltning.

I början av 2003 utökades volymen av den interna aktiva aktieförvaltningen genom att det externa semiaktiva mandatet minskades. Dessutom tillfördes ytterligare resurser till den interna aktieenheten inom analysområdet med syftet att förbättra förutsättningarna för aktiv avkastning. I slutet av året fonderades även tre nya aktiva aktieförvaltare för Japan och Asien/stillahavsregionen. Ytterligare externa aktiva förvaltare för dessa regioner tillkom under nästföljande år. Vidare fonderades fem externa aktiva mandat för

förvaltning av nordamerikanska småbolag. De nya aktiva förvaltarnas mandat fonderades genom att minska befintliga externa passiva mandat för motsvarande regioner. I och med de nya aktiva externa förvaltarna som tillkom under 2004 avslutades det passiva externa mandatet. Under den senare delen av 2004 analyserades även möjligheterna att öka aktiviteten för den internt förvaltade portföljen av utländska aktier.

Fonden har sedan 2001 haft ett passivt mandat för att erhålla exponering mot tillväxtmarknadsaktier. Då fonden bedömde att tillväxtmarknadsaktier är ett tillgångsslag i vilket det finns goda möjligheter att åstadkomma aktiv avkastning gjordes en upphandling under våren 2005 för att ersätta det passiva mandatet med ett antal nya aktiva mandat. Denna process slutfördes runt halvårsskiftet 2006 med resultatet att fem nya aktiva mandat startades. I samband med detta togs även ett beslut om att tillåta investeringar även i ”pre-emerging” markets, men bara upp till 5 % av den totala exponeringen mot emerging markets och med begränsningen att exponeringen i ett enskilt pre-emergingland maximalt får uppgå till 1 % av den totala exponeringen.

## **Avstämmingar och kontroller**

### ***Validering av portföljavgkastning***

Inga skillnader har noterats mellan de avkastningsberäkningar som genomförts av fonden och HWIP avseende 2006.

### ***Validering av jämförelseindex***

Fondens jämförelseindex är relevanta och konstruerade på ett korrekt sätt. Fonden har använt månadsvis viktning av indexavkastningar under tiden t.o.m. december 2002 för att därefter övergå till en kvartalsvis sammanvägning av tillgångsslagens indexavkastningar.

### ***Avstämning mot årsredovisningar***

De portföljdata som fonden levererat i samband med utvärderingen stämmer överens med värden i årsredovisningarna för åren 2001 - 2006. Samtliga differenser har kunnat förklaras.

## **Portföljens uppbyggnad**

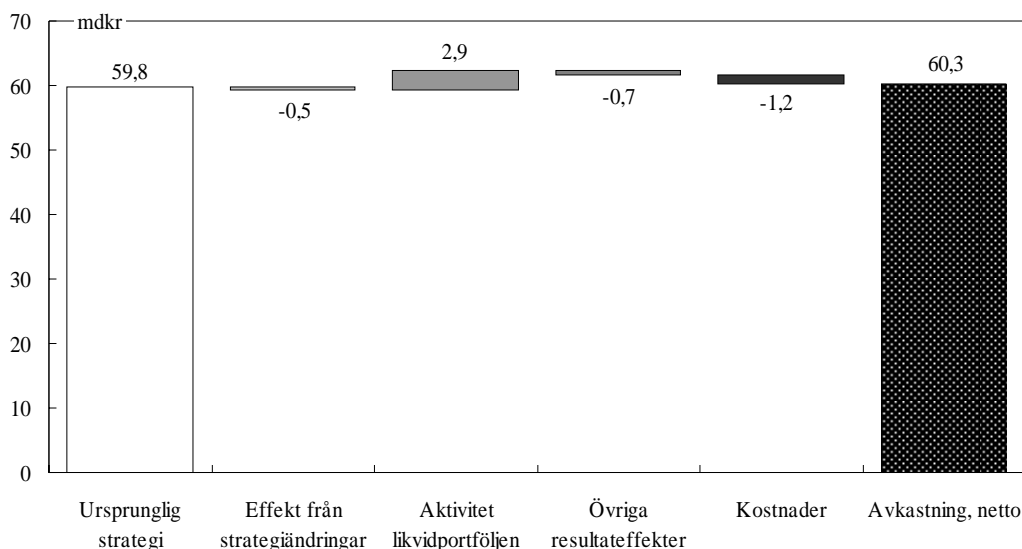
Vid beräkning av det aktiva resultatet (likvidportföljen) har avkastning från investeringar i fastigheter och onoterade bolag exkluderats. För att skapa jämförbarhet har samma exkludering gjorts i jämförelseindex. Notera att fondens egen definition av aktiv avkastning utgår från de totala innehaven (inkl. onoterade tillgångar) vilket medför att de siffrorna uppvisar skillnader mot de som fonden har redovisat i andra sammanhang.

AP1 har genomfört sin aktiva fördelning mellan tillgångsslagen på två sätt. Först och främst har allokeringar skett genom att värdet av terminskontrakt och motsvarande kassamedel förts till och från de tillgångsslag som över- respektive underviktats. För det andra har AP1 använt ”overlay-portföljer” för att skapa önskad exponering mot tillgångsslagen.

Under 2006 har samtliga räntemandat inklusive overlayportföljen lagts samman till en gemensam ränteportfölj som inkluderar såväl nominella som reala obligationer. På grund av detta har samtliga räntemandat aggregerats över perioden 2002 till 2006 för att skapa en ränteportfölj som har 5 års historik.

## Analys av resultat

Analysen inleds med en övergripande redovisning av vilka beslut som har bidragit till fondens totala avkastning.



Fondens ursprungliga strategi från halvårsskiftet 2001, med 57 % aktier, 38 % obligationer, 3 % fastigheter samt 2 % kassa hade, om den behållits, givit en avkastning om knappt 60 mdkr till och med december 2006. Styrelsens beslut om ändringar av investeringsstrategi har medfört ett negativt bidrag om ca 0,5 mdkr. Till detta har resultatet av den aktiva förvaltningen i fonden (likvidportföljen) givit ett positivt bidrag om ca 2,9 mdkr. Övriga resultat effekter bidrar negativt med ca 0,7 mdkr vilket framför allt beror på valet av jämförelseindex (Carnegie Real Estate Index fr.o.m. 2003) som fonden tillämpar för fastighetsinnehavet. Slutligen har fondens kostnader uppgått till ca 1,2 mdkr. Den totala avkastningen, med hänsyn tagen till strategi- och indexändringar, den aktiva förvaltningen samt kostnader uppgår därmed till ca 60,3 mdkr.

### *Aktiv avkastning inom likvidportföljen*

I tabellen nedan redovisas en sammanfattning av likvidportföljens resultat före avdrag för kostnader. Resultaten avser perioden från 2001-12-31 t.o.m. 2006-12-31.

Per 2006-12-31	Avkastning				Risk och riskjusterad avkastning, fem år	
	2006		Senaste 5 åren		Aktiv risk, %	Info. kvot
	Portfölj %*	Relativt index	Portfölj %*	Relativt index		
Svenska aktier	24,9	0,5	11,1	0,3	0,6	0,52
Globala aktier	13,7	0,4	7,3	0,1	0,4	0,38
Tillväxtmarknadsaktier	12,5	-1,1	16,0	-0,4	1,7	-0,26
Räntebärande tillgångar	1,3	0,3	5,5	-0,1	0,3	-0,26
<b>AP1 - Total portfölj</b>	<b>9,2</b>	<b>0,6</b>	<b>7,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,50</b>

\* För perioder längre än ett år redovisas avkastning per år. För kortare perioder redovisas periodavkastningen.

Den totala likvidportföljens avkastning har varit 0,6 procentenhet högre än avkastningen för jämförelseindex under 2006. Räntebärande tillgångar samt svenska och globala aktier har överträffat sina jämförelseindex under året. Tillväxtmarknadsaktier har tyvärr inte kunna upprepa förra årets goda resultat utan har istället presterat 1,1 procentenhet sämre än index.

Under de senaste fem åren har fondens presterat en årlig överavkastning på ca 0,2 procentenhet. Detta är lägre än den operativa målsättningen om 0,5 procentenhets årlig överavkastning sett över femårsperioder som fonden har ställt upp. Informationskvoten har varit 0,5 sett över de senaste fem åren vilket innebär att målsättningen om en informationskvot över 0,3 har uppfyllts.

AP1 uppvisar en klart positiv trend när det gäller aktiv avkastning och har skapat bra resultat under de senaste två åren.

### ***Bidragsanalys inom likvidportföljen***

Per 2006-12-31	Bidrag till totala portföljens överavkastning, %-enheter per år	
	2006	Senaste 5 åren
<i>Värdepappersval</i>	<i>0,31</i>	<i>0,05</i>
Svenska aktier	0,07	0,04
Globala aktier	0,15	0,06
Tillväxtmarknadsaktier	-0,06	-0,03
Räntebärande tillgångar	0,14	-0,03
<i>Taktisk tillgångsfördelning och aktiv valutaförvaltning</i>	<i>0,29</i>	<i>0,15</i>
<b>AP1 - Total portfölj</b>	<b>0,60</b>	<b>0,20</b>

I bidraget från taktisk tillgångsfördelning redovisas både fördelning mellan tillgångs- slag och aktiv valutaförvaltning samt bidrag från de overlay-mandat som portföljen har.

Under 2006 har räntebärande tillgångar samt svenska och globala aktier bidragit med positiva bidrag genom värdepappersval inom tillgångsslagen. Tillväxtmarknadsaktier har samtidigt bidragit negativt. Totalt sett står värdepappersvalen för ca hälften av 2006 års överavkastning (ca 0,3 procentenheter). De övriga delarna av överavkastningen härrör från de strategiska och taktiska fördelningsmandaten samt det aktiva valutamandatet.

Sett över femårsperioden 2002 till 2006 har värdepappersvalen bidragit med ungefär en fjärdedel av den totala överavkastningen på 0,2 procentenheter. Svenska och globala aktier har bidragit positivt samtidigt som tillväxtmarknadsaktier och räntebärande tillgångar har bidragit negativt. Den strategiska och taktiska tillgångsfördelningen tillsammans med den aktiva valutaförvaltningen står för de resterande tre fjärdedelarna av den totala överavkastningen.

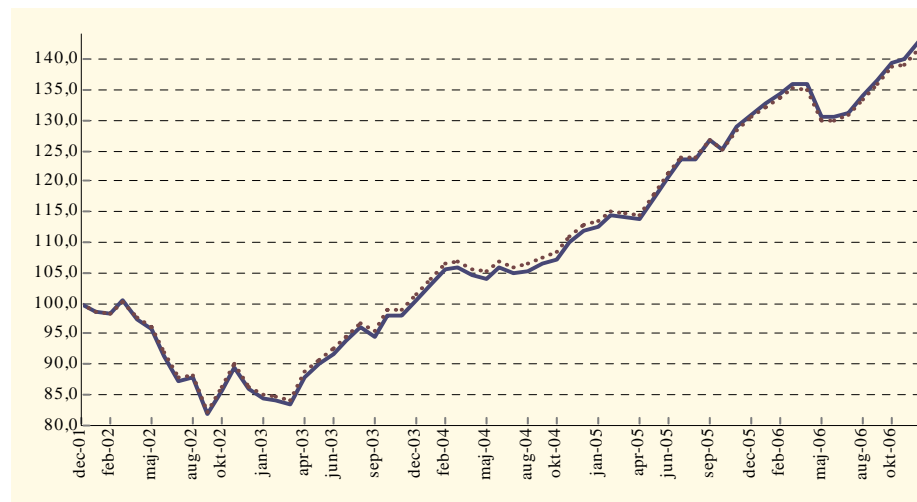


AP1 - Total portfölj

Nyckeltal sedan start

<b>Marknadsvärde (KSEK)</b>	201 735 110	<b>Beta</b>	1,01
<b>Avkastning - portfölj</b>	7,4%	<b>Förklaringsgrad</b>	1,00
<b>Avkastning - index</b>	7,2%	<b>Tracking Error</b>	0,4%
<b>Skillnad</b>	0,2%	<b>Info kvot</b>	0,50
<b>Standardavvik - portfölj</b>	8,0%	<b>Jensens alfa</b>	0,1%
<b>Standardavvik - index</b>	7,9%	<b>Avk/stdav - dito Index</b>	0,01
		<b>Konsistens</b>	55,0%

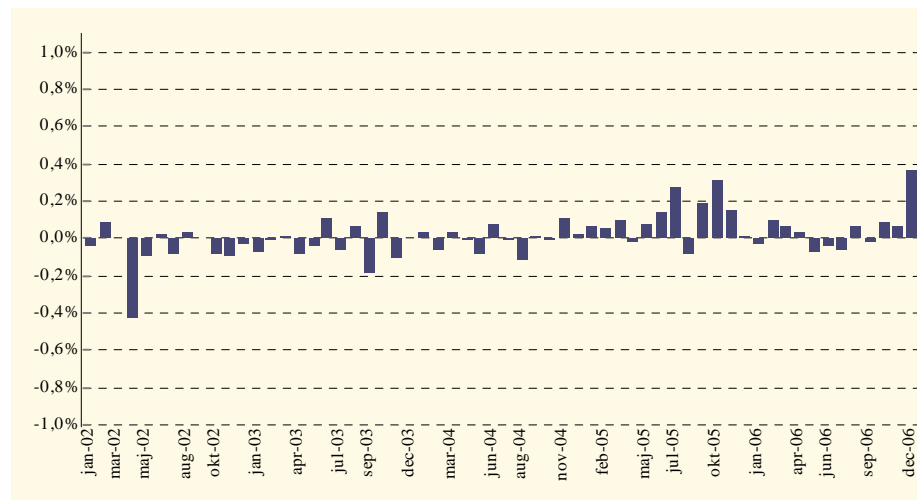
Portföljtillväxt jämfört med index



Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>MV (MSEK)</b>	201 735,1	182 944,1	153 517,1	136 059,2	113 371,7	n.a.
<b>Portfölj</b>	9,2%	17,0%	11,4%	17,1%	-14,2%	n.a.
<b>Index</b>	8,6%	15,5%	11,4%	17,3%	-13,6%	n.a.
<b>Skillnad</b>	0,6%	1,4%	0,0%	-0,2%	-0,6%	n.a.
<b>Senaste</b>	<b>3 mån</b>	<b>6 mån</b>	<b>1 år</b>	<b>2 år</b>	<b>3 år</b>	<b>4 år</b>
<b>Portfölj</b>	4,7%	9,5%	9,2%	13,0%	12,5%	13,6%
<b>Index</b>	4,2%	8,9%	8,6%	12,0%	11,8%	13,2%
<b>Skillnad</b>	0,5%	0,5%	0,6%	1,0%	0,7%	0,5%

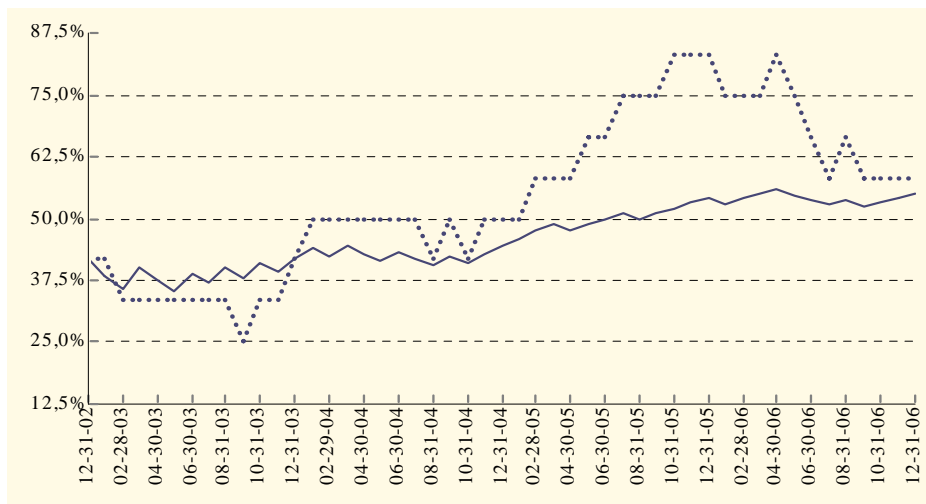
Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



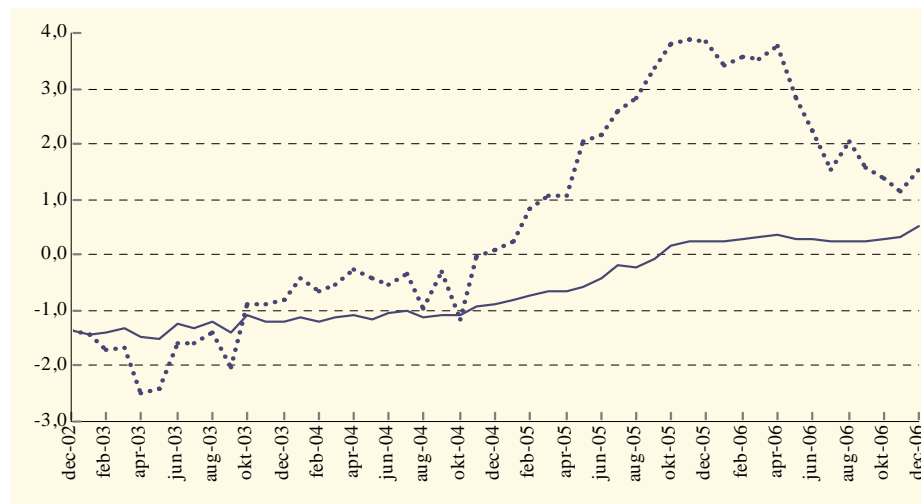
— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    API - BM Total portfölj

AP1 - Total portfölj

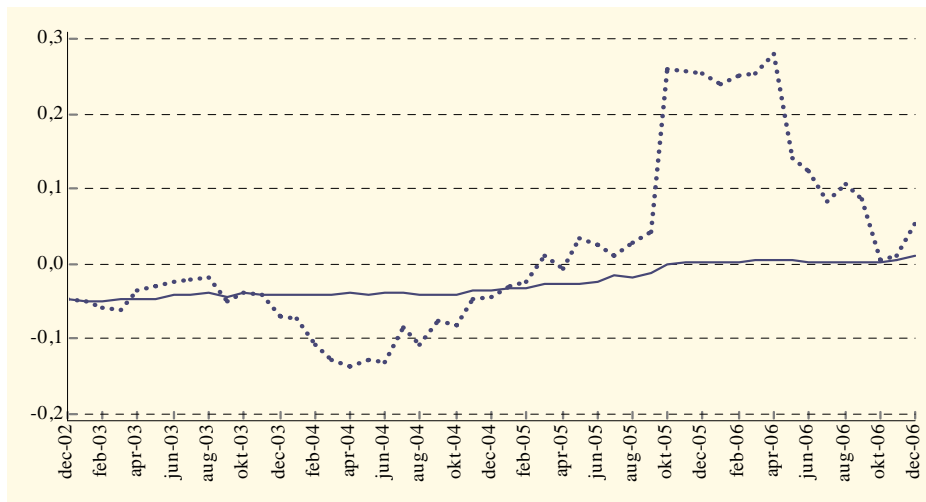
Consistency



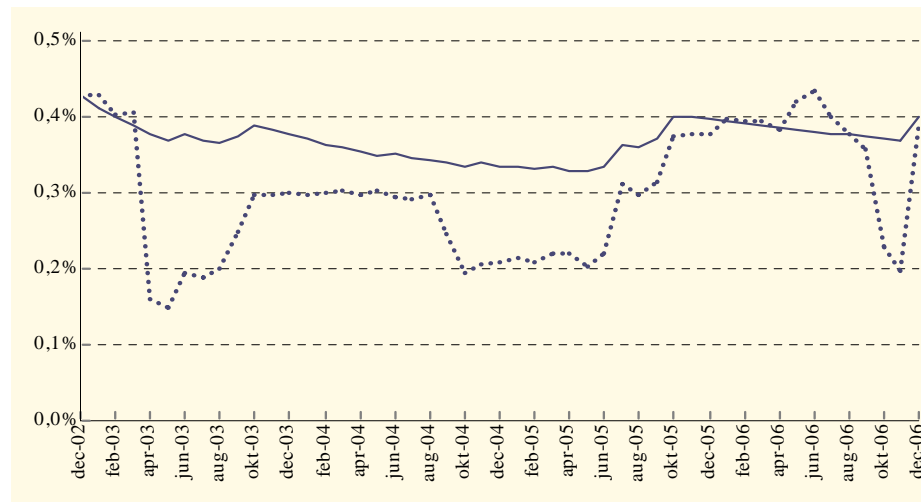
Information quotient



Sharpe index



Tracking error



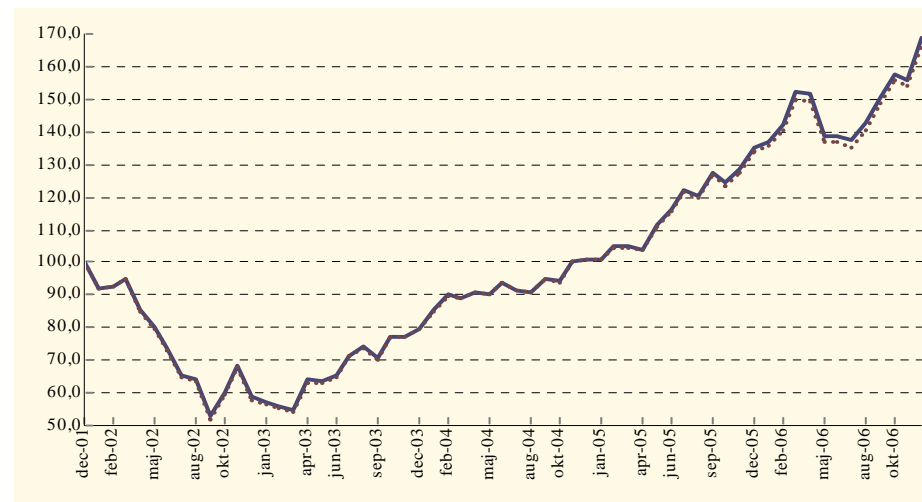
— Portfölj Ackumulerat    ··· Portfölj Rullande 12 mån

## AP1 - Svenska aktier

## Nyckeltal sedan start

<b>Marknadsvärde (KSEK)</b>	26 631 398	<b>Beta</b>	0,99
<b>Avkastning - portfölj</b>	11,1%	<b>Förklaringsgrad</b>	1,00
<b>Avkastning - index</b>	10,8%	<b>Tracking Error</b>	0,6%
<b>Skillnad</b>	0,3%	<b>Info kvot</b>	0,52
<b>Standardavvik - portfölj</b>	22,1%	<b>Jensens alfa</b>	0,4%
<b>Standardavvik - index</b>	22,2%	<b>Avk/stdav - dito Index</b>	0,02
		<b>Konsistens</b>	61,7%

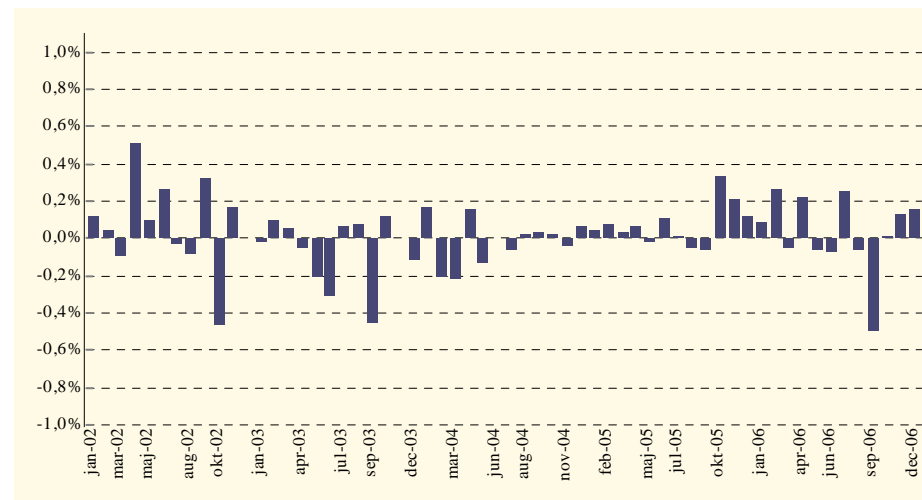
## Portföljtillväxt jämfört med index



## Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>MV (MSEK)</b>	26 631,4	23 380,3	18 883,9	17 070,4	12 505,1	n.a.
<b>Portfölj</b>	24,9%	34,4%	26,6%	36,1%	-41,5%	n.a.
<b>Index</b>	24,4%	33,3%	26,8%	37,1%	-42,1%	n.a.
<b>Skillnad</b>	0,5%	1,2%	-0,2%	-1,0%	0,6%	n.a.
<b>Senaste</b>	<b>3 mån</b>	<b>6 mån</b>	<b>1 år</b>	<b>2 år</b>	<b>3 år</b>	<b>4 år</b>
<b>Portfölj</b>	12,3%	21,8%	24,9%	29,6%	28,6%	30,4%
<b>Index</b>	11,9%	21,7%	24,4%	28,7%	28,1%	30,3%
<b>Skillnad</b>	0,3%	0,0%	0,5%	0,8%	0,5%	0,1%

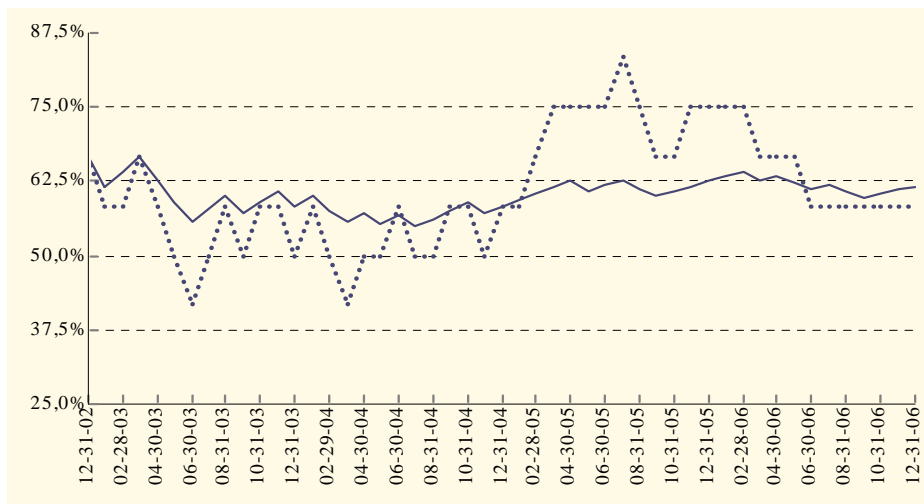
## Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



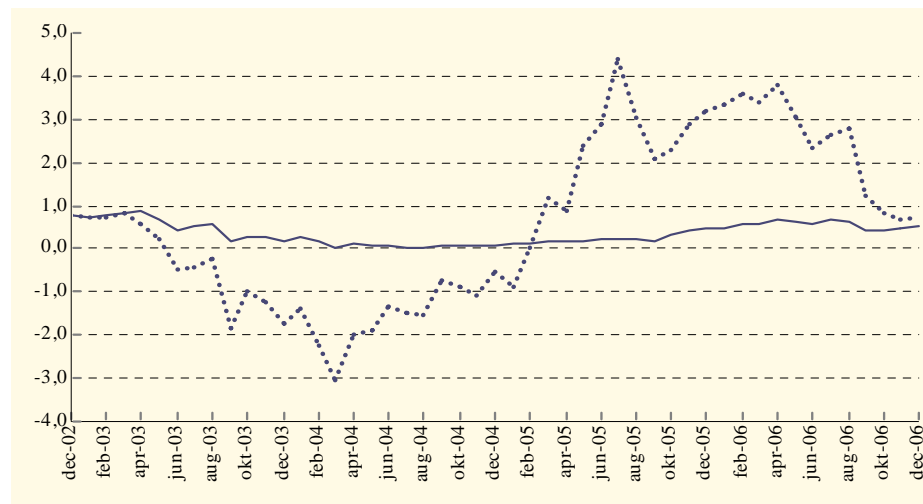
— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    API - BM Svenska aktier

AP1 - Svenska aktier

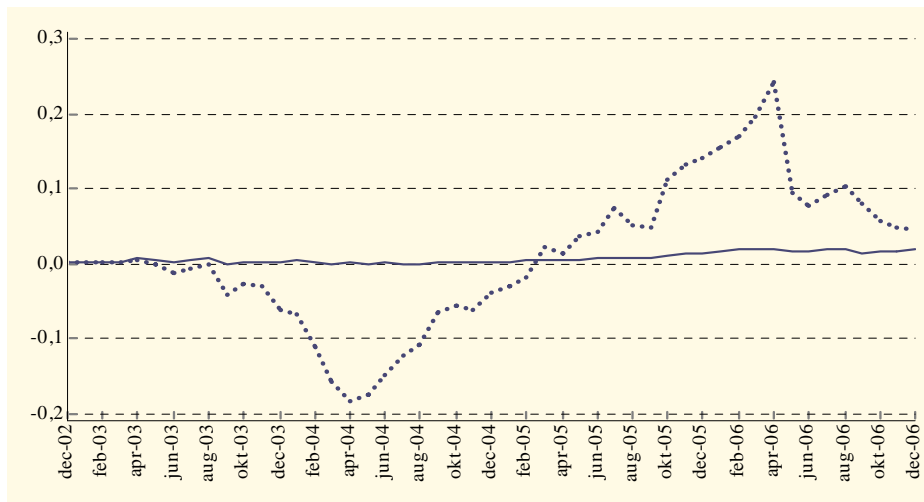
Consistency



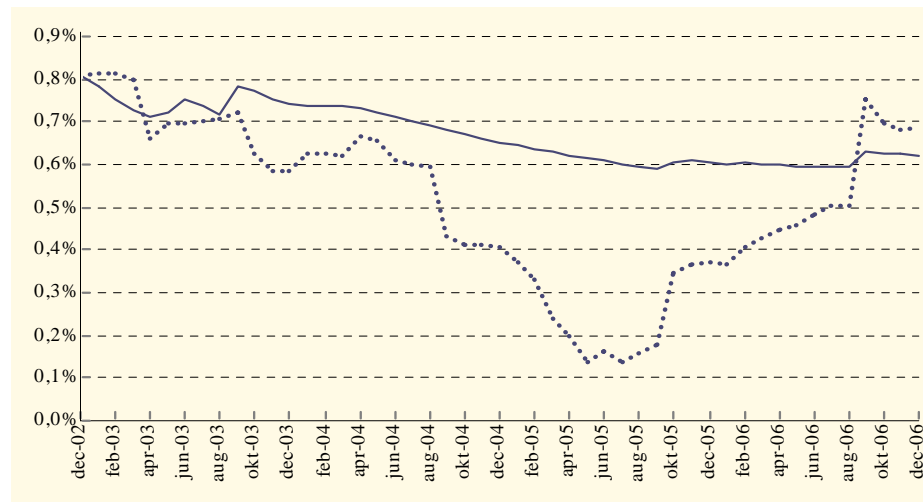
Information quotient



Sharpe index



Tracking error



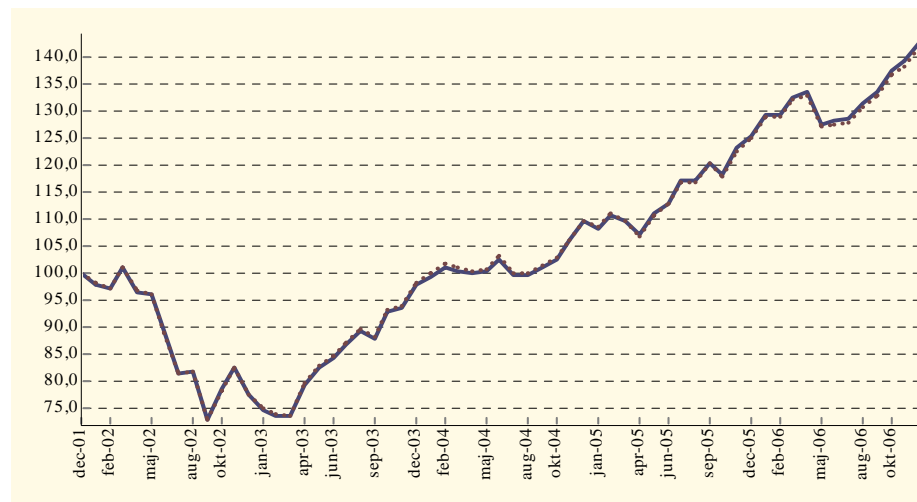
— Portfölj Ackumulerat    ··· Portfölj Rullande 12 mån

AP1 - Globala aktier

Nyckeltal sedan start

<b>Marknadsvärde (KSEK)</b>	81 142 965	<b>Beta</b>	0,99
<b>Avkastning - portfölj</b>	7,3%	<b>Förklaringsgrad</b>	1,00
<b>Avkastning - index</b>	7,2%	<b>Tracking Error</b>	0,4%
<b>Skillnad</b>	0,1%	<b>Info kvot</b>	0,38
<b>Standardavvik - portfölj</b>	12,1%	<b>Jensens alfa</b>	0,2%
<b>Standardavvik - index</b>	12,2%	<b>Avk/stdav - dito Index</b>	0,02
		<b>Konsistens</b>	58,3%

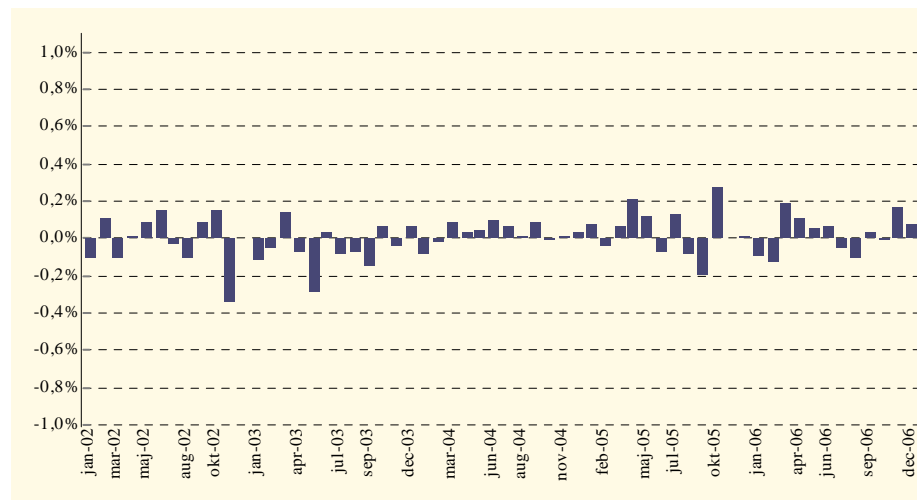
Portföljtillväxt jämfört med index



Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>MV (MSEK)</b>	81 143,0	77 166,8	63 469,0	55 018,2	44 676,8	n.a.
<b>Portfölj</b>	13,7%	14,3%	12,1%	25,9%	-22,3%	n.a.
<b>Index</b>	13,4%	13,8%	11,6%	26,6%	-22,3%	n.a.
<b>Skillnad</b>	0,4%	0,6%	0,4%	-0,6%	0,0%	n.a.
<b>Senaste</b>	<b>3 mån</b>	<b>6 mån</b>	<b>1 år</b>	<b>2 år</b>	<b>3 år</b>	<b>4 år</b>
<b>Portfölj</b>	6,7%	11,2%	13,7%	14,0%	13,4%	16,4%
<b>Index</b>	6,5%	11,1%	13,4%	13,6%	12,9%	16,2%
<b>Skillnad</b>	0,2%	0,1%	0,4%	0,5%	0,5%	0,2%

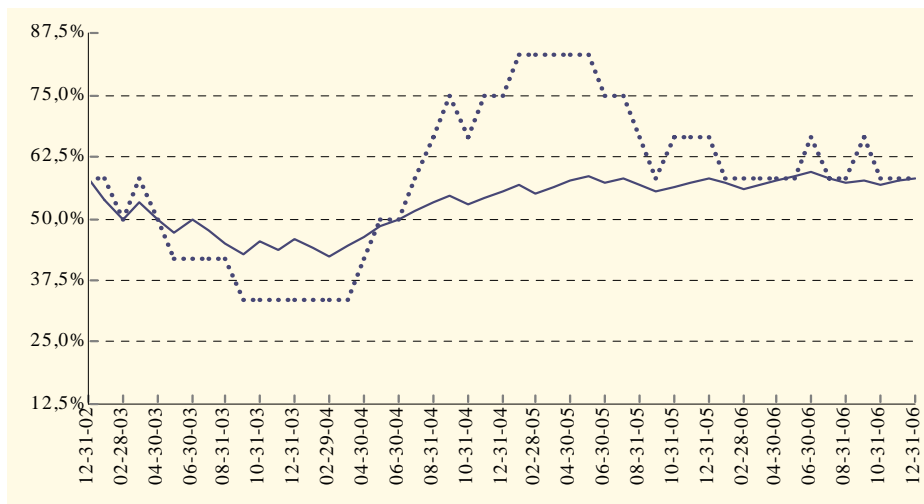
Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



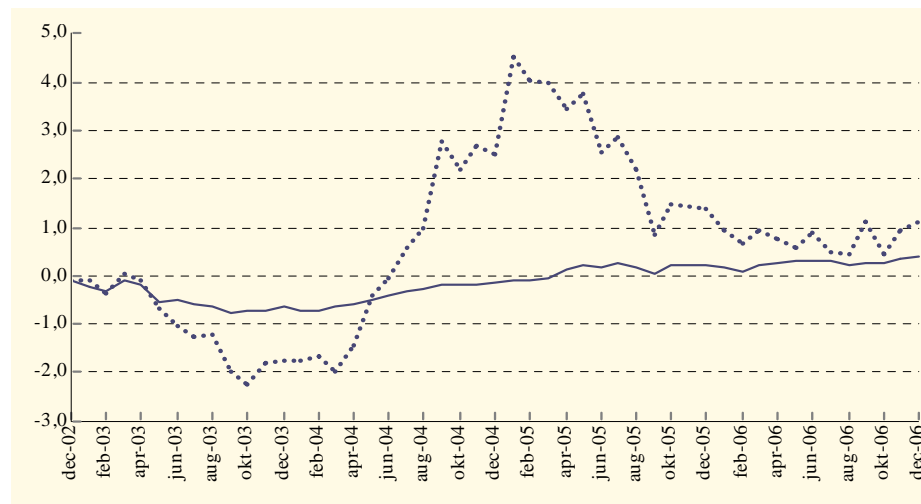
— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP1 - BM Globala aktier

AP1 - Globala aktier

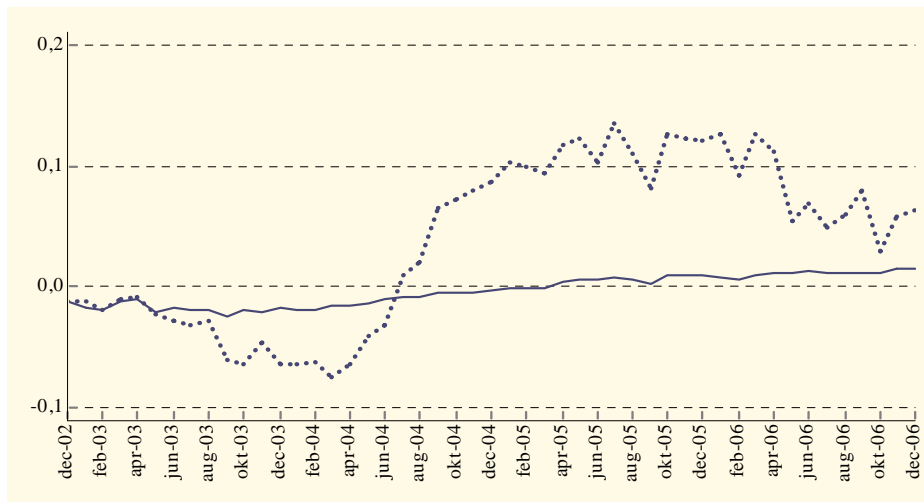
Consistency



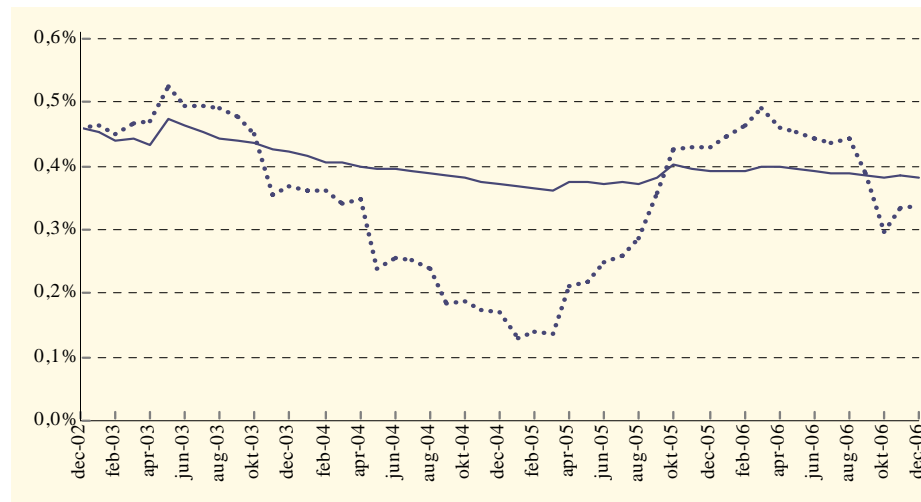
Information quotient



Sharpe index



Tracking error



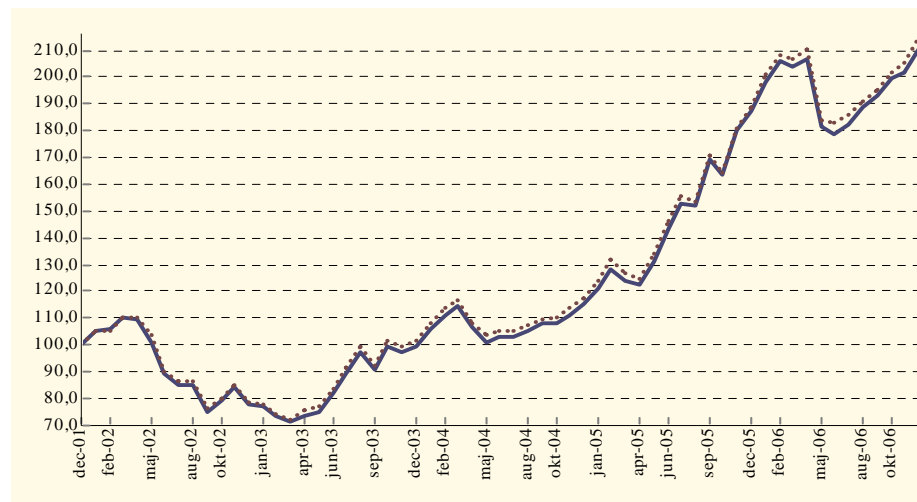
— Portfölj Ackumulerat    - - - - Portfölj Rullande 12 mån

AP1 - Tillväxtmarknadsaktier

Nyckeltal sedan start

<b>Marknadsvärde (KSEK)</b>	10 712 753	<b>Beta</b>	1,00
<b>Avkastning - portfölj</b>	16,0%	<b>Förklaringsgrad</b>	0,99
<b>Avkastning - index</b>	16,5%	<b>Tracking Error</b>	1,7%
<b>Skillnad</b>	-0,4%	<b>Info kvot</b>	-0,26
<b>Standardavvik - portfölj</b>	19,1%	<b>Jensens alfa</b>	-0,5%
<b>Standardavvik - index</b>	18,9%	<b>Avk/stdav - dito Index</b>	-0,03
		<b>Konsistens</b>	51,7%

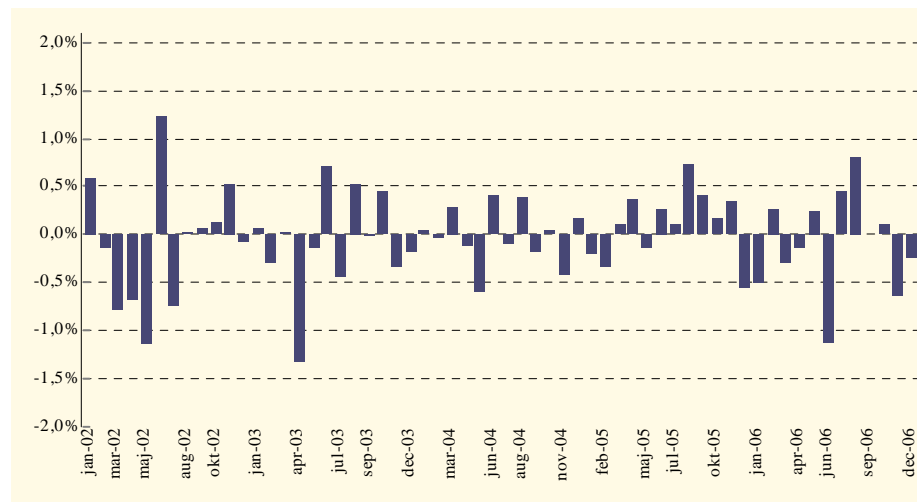
Portföljtillväxt jämfört med index



Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>MV (MSEK)</b>	10 712,8	9 699,2	8 245,4	6 749,1	5 604,0	n.a.
<b>Portfölj</b>	12,5%	62,5%	15,8%	27,4%	-22,0%	n.a.
<b>Index</b>	13,6%	60,5%	16,0%	28,7%	-21,2%	n.a.
<b>Skillnad</b>	-1,1%	2,1%	-0,2%	-1,3%	-0,8%	n.a.
<b>Senaste</b>	<b>3 mån</b>	<b>6 mån</b>	<b>1 år</b>	<b>2 år</b>	<b>3 år</b>	<b>4 år</b>
<b>Portfölj</b>	9,0%	17,7%	12,5%	35,2%	28,4%	28,2%
<b>Index</b>	9,8%	17,2%	13,6%	35,0%	28,4%	28,4%
<b>Skillnad</b>	-0,8%	0,6%	-1,1%	0,2%	0,0%	-0,3%

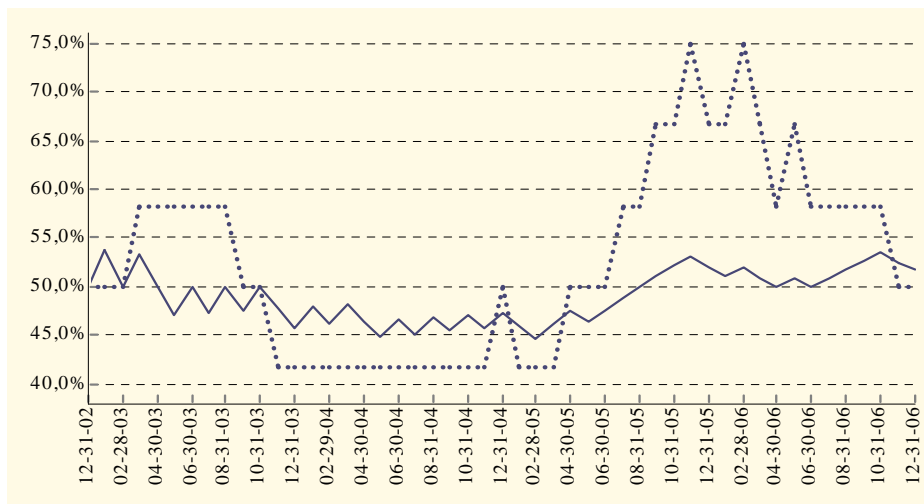
Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



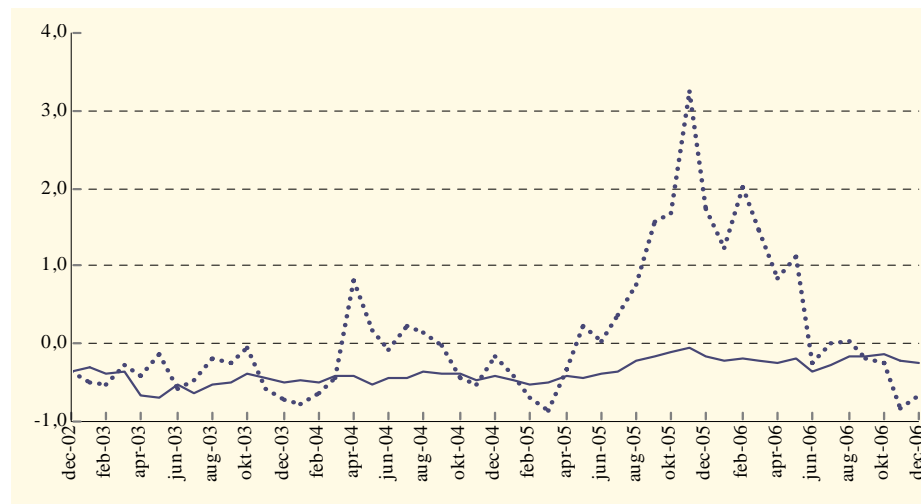
— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP1 - BM Globala tillväxtmarknader

AP1 - Tillväxtmarknadsaktier

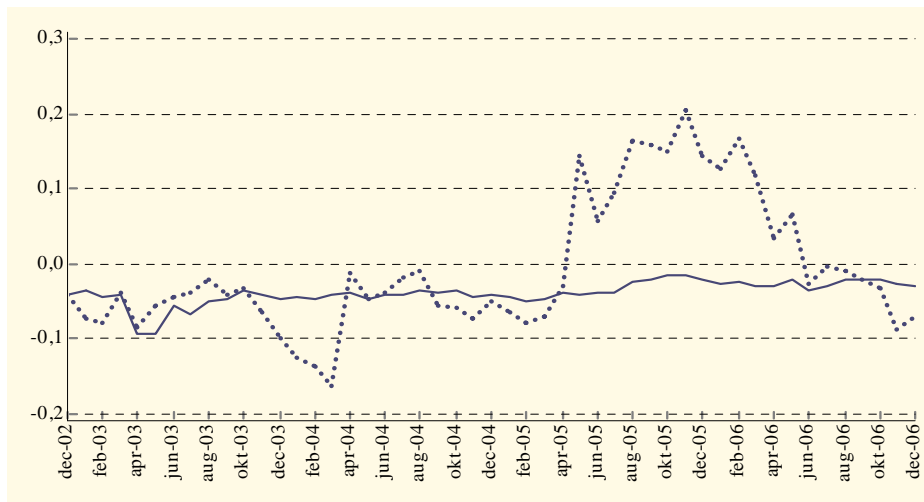
Consistency



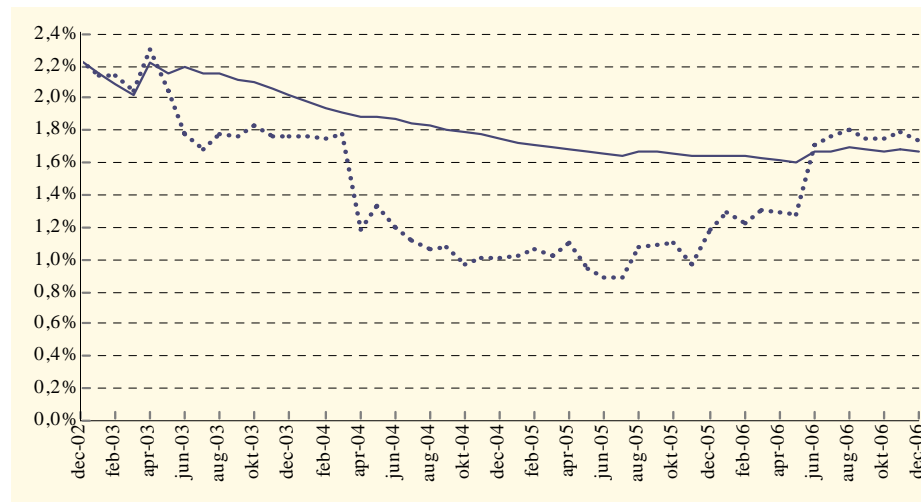
Information quotient



Sharpe index



Tracking error



— Portföli Ackumulerat    ··· Portföli Rullande 12 mån

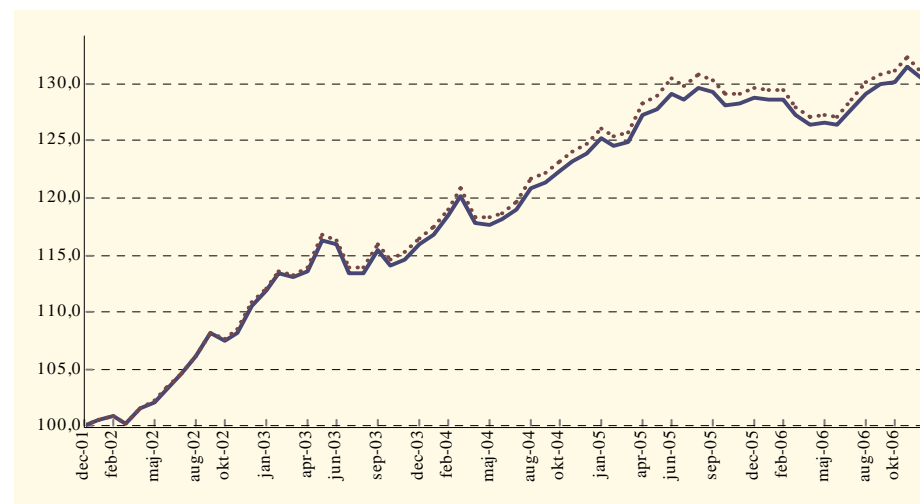


## AP1 - Räntebärande tillgångar

## Nyckeltal sedan start

Marknadsvärde (KSEK)	81 420 286	Beta	0,97
Avkastning - portfölj	5,5%	Förklaringsgrad	0,99
Avkastning - index	5,5%	Tracking Error	0,3%
Skillnad	-0,1%	Info kvot	-0,26
Standardavvik - portfölj	3,2%	Jensens alfa	0,0%
Standardavvik - index	3,3%	Avk/stdav - dito Index	0,02
		Konsistens	40,0%

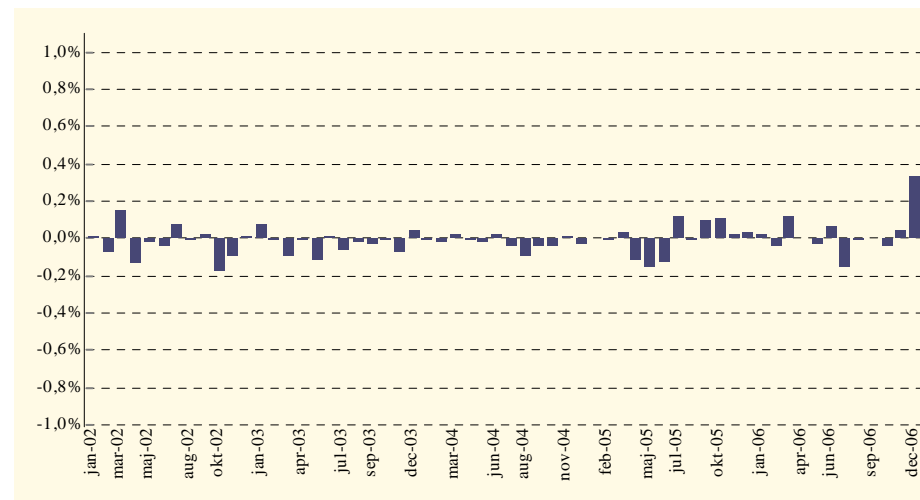
## Portföljtillväxt jämfört med index



## Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
MV (MSEK)	81 420,3	74 643,5	62 358,1	55 497,5	48 611,4	n.a.
Portfölj	1,3%	4,0%	6,9%	4,8%	10,6%	n.a.
Index	1,0%	3,9%	7,1%	5,1%	10,9%	n.a.
Skillnad	0,3%	0,0%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	n.a.
Senaste	3 mån	6 mån	1 år	2 år	3 år	4 år
Portfölj	0,5%	3,2%	1,3%	2,6%	4,0%	4,2%
Index	0,1%	3,0%	1,0%	2,5%	4,0%	4,2%
Skillnad	0,3%	0,2%	0,3%	0,2%	0,1%	0,0%

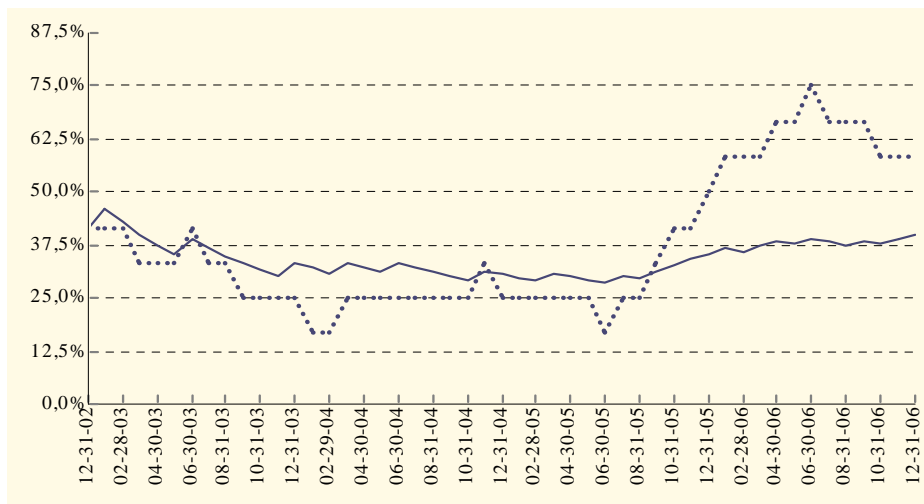
## Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



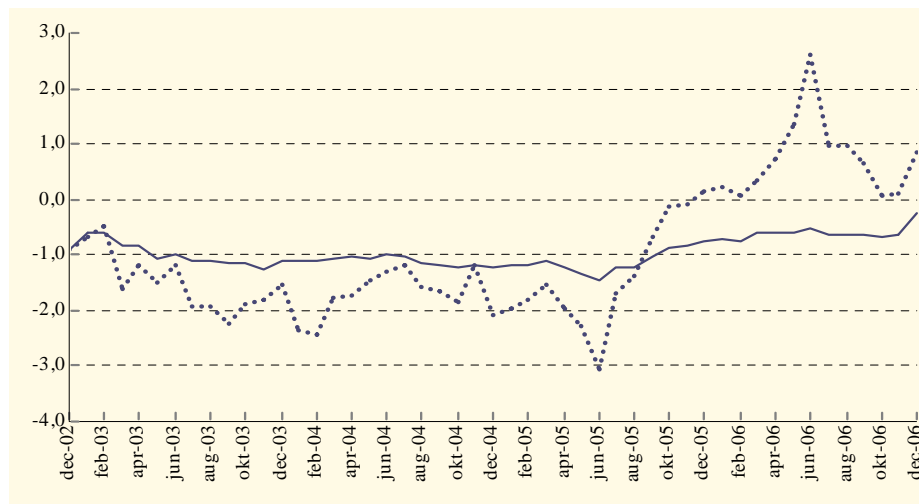
— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP1 - BM Räntebärande tillgångar

AP1 - Räntebärande tillgångar

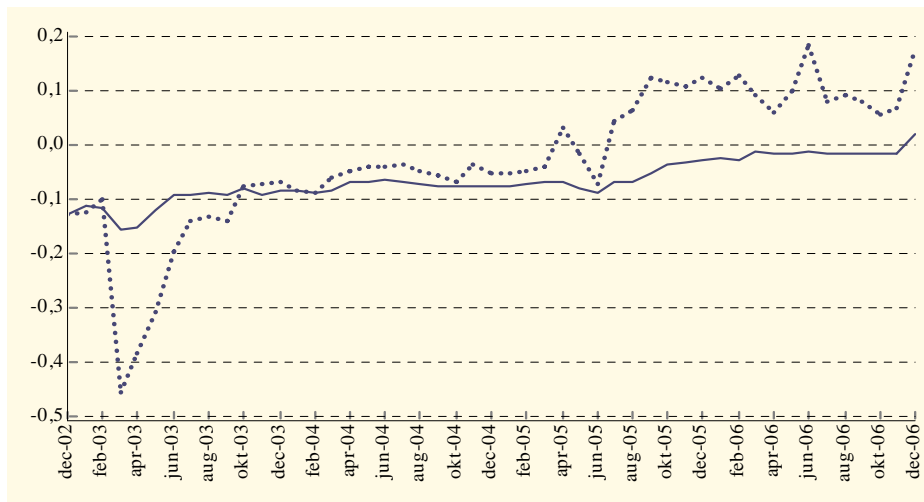
Consistency



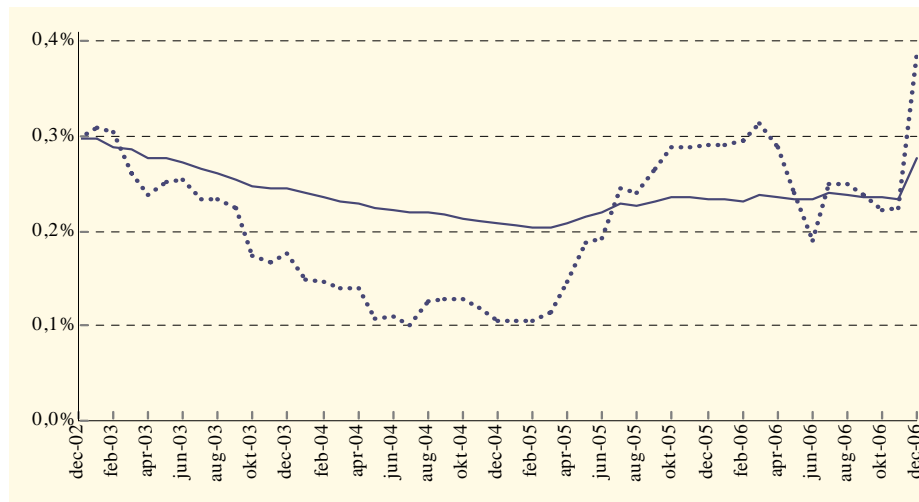
Information quotient



Sharpe index



Tracking error



— Portfölj Ackumulerat    ··· Portfölj Rullande 12 mån

## Rapport – Andra AP-fonden

### Målsättning och styrvariabler

I verksamhetsplanen för 2001 fastställde styrelsen att fondens främsta mål är att maximera avkastning i syfte att undvika att den automatiska balanseringen i pensionsystemet aktiveras. I arbetet med att fastställa investeringsstrategin bedömdes en real avkastning om 4,25 % per år som tillräckligt för att uppnå detta i RFVs mer pessimistiska demografiscenario.

I samband med framtagandet av verksamhetsplanerna för 2002/2003 och för 2004 förändrades fondens bedömningar av avkastningsmålet (först en sänkning till 3,75 % och sedan en ökning till 4,00 %). Orsaken till dessa revideringar var främst förändringar i RFVs antaganden för det mer pessimistiska demografiska scenariot samt utvecklingen av balanstalet. Dessa förändringar av avkastningsmålet bedömdes emellertid av styrelsen ligga inom det förväntade avkastningsutfallet för den gällande investeringsstrategin och inga förändringar bedömdes som nödvändiga ur detta perspektiv.

I verksamhetsplanen för 2005 fastställde styrelsen en reviderad lydelse av fondens målsättning. Fondens främsta mål ändrades till att maximera avkastning i syfte att över tiden minimera konsekvenserna för framtida utgående pensioner till följd av en aktivering av den automatiska balanseringen. Bakgrunden till den förändrade målsättningen var att den internt utvecklade ALM-modellen hjälpte fonden att bättre klargöra den osäkerhet som omgärdar utvecklingen av pensionsystemets balanstal. Skillnaden mot tidigare målsättning är alltså att avkastningen ska minimera (men inte undvika) den negativa effekten av att den automatiska balanseringen utlöses. För att med hög sannolikhet över huvud taget undvika att den automatiska balanseringen ska utlösas indikerade den nya modellen att portföljen behövde generera en real avkastning om ca 13 % per år, vilket fonden bedömde vara helt orrealistiskt (även med t.ex. 100 % aktier). Fonden angav slutligen ett avkastningsmål om realt 4,5 %.

Inför år 2007 höjer fonden avkastningsmålet till 5,0 % per år i reala termer. Orsaken till detta är att målet också inkluderar den aktiva avkastningen.

### Utveckling av den strategiska portföljen

#### *Utveckling av investeringsstrategin*

Vid slutet av 2006 utgjordes investeringsstrategin inom AP2 av 60 % aktier, 36 % obligationer och 4 % fastigheter och riskkapitalfonder. På ett övergripande plan har den strategiska fördelningen mellan aktier (60 %) och räntor (40 %) i princip varit oförändrad sedan 2001-06-30. De förändringar som sedan dess har skett av investeringsstrategin har därför främst berört allokeringen inom tillgångsklasserna, där allokering till utländska obligationer utgör den största förändringen i termer av allokerat kapital.

Tillgångsklasser	dec-06	dec-05	dec-04	dec-03	dec-02	dec-01	jun-01
Svenska aktier	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Globala aktier	40,0	40,0	39,0	40,0	40,0	40,0	40,0
Svenska nominella obl.	19,0	19,0	16,0	16,0	16,0	34,0	34,0
Svenska reala obl.	2,0	2,0	5,0	5,0	5,0	6,0	6,0
Utländska nominella obl.	15,0	15,0	15,0	16,0	16,0	-	-
Hedgefonder	-	-	1,0	-	-	-	-
Fastigheter och PE	4,0	4,0	4,0	3,0	3,0	-	-
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Valutaexponering	11,0	9,4	8,0	8,0	8,0	10,0	10,0

Den övergripande investeringsstrategin har varit förhållandevis konstant över tiden. I arbetet med den inledande strategin som beslutades av styrelsen i slutet av juni 2001, bedömde fonden att den största utmaningen i termer av utbetalningar till pensionsystemet låg 20-40 år fram i tiden. I ett sådant tidsperspektiv kunde det enligt fondens mening förväntas att aktier ger en högre avkastning än andra tillgångsklasser. Den kortsiktiga risken med en hög aktieandel var inte besvärande då sannolikheten för utflöden från fonden på kort sikt bedömdes vara mycket låg. Därför koncentrerades ALM-studien till portföljalternativ som innehöll en allokering till aktier mellan 50 och 70 %, där den övre gränsen var given av lag. Den beslutade allokeringen hamnade i mitten av detta intervall, d.v.s. 60 % aktier.

Den beslutade allokeringen till svenska aktier var högre än vad som kunde motiveras utifrån ALM-studien. Den bedömning som låg till grund för den beslutade allokeringen på 20 % var att det borde vara lättare för fonden att skapa mervärde i Sverige jämfört med mer avlägsna marknader, beroende på den närhet fonden har till marknaden samt en större kunskap och förståelse av den svenska marknaden som fonden ansåg sig besitta. En större fördelning till globala aktier jämfört med svenska aktier motiverades utifrån tillgångsslagets riskdiversifierande egenskaper i förhållande till den svenska ekonomin. Den strategiska allokering till globala aktier blev dubbelt så stor som allokeringen till svenska aktier.

Naturligvis fanns även behov av diversifiering inom räntor men då fonden bedömde diversifieringsvinsterna som störst inom aktieportföljen prioriterades detta. Därmed kom ränteallokeringen ursprungligen enbart att innehålla svenska räntebärande tillgångar.

Översynen av investeringsstrategin under 2002 ledde till relativt omfattande förändringar inom respektive tillgångsklass. Uppdateringen av pensionsystemets utveckling och RFVs prognoser gav inte några indikationer på att den övergripande strategin och fördelningen mellan tillgångsklasserna behövde ses över. Arbetet kunde därför inriktas på att bättre optimera och effektivisera totalportföljen i termer av förväntad risk och avkastning.

Översynen av svenska aktier resulterade i en strategisk uppdelning av tillgångsslaget i tre olika mandat. 70 % fördelades till stora bolag (kapitalviktat), 10 % till små bolag (kapitalviktat) och 20 % till ett mandat där bolagen i en passiv position vägde lika mycket. Denna förändring hade delvis sin bakgrund i ett tidigare beslutat indexbyte som ledde till att småbolag blev underrepresenterade. Den stora förändringen var dock införandet av det likaviktade mandatet som var ett sätt att minska fondens exponering mot företagsspecifik risk och samtidigt uppmuntra ett absolut avkastningstänkande i förvaltningen.

Översynen av globala aktier ledde till en uppdelning i utvecklade marknader respektive tillväxtmarknader. Tillväxtmarknader blev ett nytt tillgångsslag som gavs en strategisk vikt på 2 % av totalportföljen och förväntades kunna bidra med högre avkastning och ytterligare riskspridning.

Dessutom resulterade översynen av globala aktier i en geografisk uppdelning av allokeringen till utvecklade marknader (38 % av totalportföljen) i fyra regioner, i linje med respektive regions andel av den globala BNP. Analysen gav vid den tiden inget entydigt svar på hur en optimering med avseende på olika regioner kunde se ut. Fonden valde i den situationen en intuitiv regionfördelning med en lägre allokering till USA och en högre allokering till Europa och Japan, jämfört med en kapitalviktad fördelning. En högre fördelning till Europa kunde också motiveras utifrån hur fonden hade valt att strukturera sin aktieförvaltning. I likhet med svenska aktier hade europiska aktier identifierats som ett område där fonden genom intern förvaltning borde ha lättare att skapa mervärde jämfört med (ännu) mer avlägsna marknader.

Vad gällde räntor fanns sedan tidigare ett behov av internationell diversifiering och därför delades den upp i en svensk och en utländsk del. Den utländska delen fördelades med 75 % till statsobligationer exkl. Asien och med 25 % till kreditobligationer exkl. Asien. Motivet till att Asien exkluderades var främst att styrelsen bedömde att de japanska obligationsräntorna var för låga i jämförelse med avkastningsmålet och så småningom skulle komma att stiga.

Fastigheter gavs också en strategisk vikt om 3 % av totalportföljen vilket skedde genom en omfördelning från räntor.

Under 2003 skedde inga större förändringar av investeringsstrategin. Uppdateringen av pensionsystemets konsolidering visade på en viss försvagning vilket innebar en viss höjning av fondens avkastningsmål. Men denna höjning bedömdes emellertid av styrelsen ligga inom det förväntade avkastningsutfallet för den gällande investeringsstrategin och inga förändringar bedömdes av detta skäl som nödvändiga. Arbetet inriktades istället på att kvalitetssäkra befintlig investeringsstrategi. För detta ändamål gavs Goldman Sachs Asset Management (GSAM) i uppdrag att göra en fristående analys och ge ”sin egen åsikt” på den befintliga strategiska portföljen. GSAMs analys visade inte på några avgörande skillnader jämfört med resultatet av fondens eget arbete.

I GSAMs analys inkluderades även riskkapitalfonder och hedgefonder. Analysen visade att fondens förväntade sharpekvot för totalportföljen skulle förbättras om dessa tillgångsslag inkluderades. Styrelsen beslöt att fördela 1 % av totalportföljen till riskkapitalfonder samt 1 % av totalportföljen till hedgefonder, vilket finansierades i lika stora delar av aktier och räntor. Storleken på den beslutade allokeringen till riskkapitalfonder

och hedgefonder var betydligt lägre än vad analysen indikerade. Även om fonden erkände den potential dessa typer av tillgångar skulle kunna ha för portföljens aktivitet och absoluta avkastning, kände styrelsen respekt för den kunskap och de resurser som måste till för att kunna identifiera skickliga förvaltare på området. Man vill med andra ord ”se och lära” innan större allokeringar gjordes.

Ur diversifieringsynvinkel ansåg fonden att portföljen nu var väl positionerad (givet de restriktioner lagen ställde upp), förutom svenska aktier som fortfarande stod för den största koncentrationen av företagsspecifik risk. Den höga svenska aktieandelen motiverades framför allt med närhet och kunskap om den svenska marknaden. Ett motiv som också antydde var att den höga andelen svenska aktier möjliggjorde att fonden skulle kunna vara verkningsfull i ägarstyrningsfrågor.

Arbetet med översynen av investeringsstrategin under 2004 kom i mångt och mycket allt handla om den nya, internt utvecklade, modellen för ALM-arbetet och de resultat den gav upphov till. Sammanfattningsvis pekade analysen utifrån den nya modellen inte på några behov av att förändra huvudinriktningen för den befintliga investeringsstrategin. Resultaten visade dock på att det fanns en risk för att avkastningen på lång sikt inte var tillräcklig för att undvika att den automatiska balanseringen utlöstes (för att med hög sannolikhet nå detta ändamål skulle en real avkastning om ca 13 % per år behöva genereras). Som tidigare nämnts ledde detta till att fonden ändrade sin målsättning. Likväl kvarstod ett behov av att förbättra portföljens förväntade avkastning på lång sikt. Alltså kunde det vara motiverat att öka andelen tillgångar som förväntas ge hög avkastning på grund av en högre risk. Det fanns också ett behov av att öka den långsiktiga aktiva avkastningen i portföljen. Åtgärder kring detta beslutade emellertid styrelsen att skjuta på till 2005.

Under 2005 kom flera olika tillgångsslag att diskuteras i syfte att höja portföljens förväntade avkastning. Inom tillgångsklassen aktier behandlades nordamerikanska- och europeiska småbolag samt ytterligare allokering till aktier i tillväxtmarknader. Tillväxtmarknader diskuterades även inom ränteområdet tillsammans med s.k. ”High Yield Bonds”. Vid ingången av år 2006 ökades den strategiska allokeringen till tillväxtmarknadsaktier från 3 % till 5 % samtidigt som den globala aktieandelen minskade från 37 till 35 %.

I juli 2005 fattade styrelsen beslut om att avveckla innehavet i hedgefonder. För att verkligen ha en effekt på den strategiska portföljen skulle allokeringar i storleksordningen 5-10 % behöva göras. Men de interna resurser och ökade förvaltningskostnader som ett sådant ökat engagemang skulle medföra bedömdes inte vara rimliga av styrelsen.

I december 2005 beslöt styrelsen att minska fördelningen i svenska reala obligationer med 3 procentenheter till förmån för svenska nominella obligationer. Motivet var att den större risk, från ett långsiktigt perspektiv, som realränteportföljens längre duration medförde för tillfället inte kompensades av högre räntor.

Under året diskuterades även ”fundamental indexering” som ett sätt att öka aktieportföljens avkastning och effektivitet (avkastning kontra risk). Idén bygger på att index som sammanvägs av aktier utifrån deras marknadsvikt inte är effektiva. Fundamental indexering innebär att aktierna i index sammansätts utifrån ett annat kriterium än mark-

nadsvärde (t.ex. företagens kassaflöden) och kommer typiskt sett att innehålla en mindre andel alltför högt värderade aktier. I december 2005 beslutade styrelsen att under nästkommande år fördela en del av den amerikanska aktieportföljen till ett mandat som förvaltas enligt detta koncept. Under juli 2006 implementerades beslutet och 15 % av den nordamerikanska aktieportföljen förvaltas med RAFI (Research Affiliates Fundamental Index) som referensindex. Strategin utvidgades således till att omfatta hela Nordamerika mot bakgrund av att det passade bättre in i fondens portföljstruktur. Vid slutet av 2006 beslutade styrelsen att fundamental indexering även skulle tillämpas på den svenska aktieportföljen. Enligt fonden har fundamental indexering historiskt sett uppvisat liknande goda egenskaper på den svenska aktiemarknaden som på den Nordamerikanska.

Fundamental indexering är enligt fondens mening också ett exempel på värdeskapande genom val av index som ligger mellan strategisk allokering och aktiv förvaltning. Andra tidigare exempel på samma tema är enligt fonden valet att fördela de regionala aktiemandaten utifrån BNP-vikt och införandet av likaviktat aktieindex inom delar av svenska aktier. Under 2005 kom val av index att kodifieras som en separat värdeskapande process i fonden.

Vid slutet av år 2006 påbörjades arbetet av framtagande av en ny förvaltningsstrategi och struktur för förvaltningsorganisationen. Målet med den nya förvaltningsstrategin är att tydliggöra de olika förutsättningar som gäller för *alfa-* och *betaförvaltning*. Genom att vidareutveckla fondens kvantitativa förvaltning skall en så stor del av kapitalet som möjligt förvaltas aktivt eller semiaktivt. Fondens förvaltningsorganisation kommer inte längre att vara uppbyggd runt tillgångsslag. Istället delas organisationen upp i fyra oberoende grupper; svensk alfaförvaltning, global alfaförvaltning, kvantitativ förvaltning samt extern förvaltning.

### ***Målsättning för överavkastning***

Styrelsen för AP2 har slagit fast att målsättningen för den totala portföljens överavkastning ska vara minst 0,5 procentenheter per år över rullande femårsperioder. Överavkastningen ska skapas genom en aktiv risk som för den totala portföljen maximalt får uppgå till 3 %.

Fram till och med år 2004 hade styrelsen även fastslagit en målsättning för informationskvot för den totala portföljen samt angivit vad den aktiva risken normalt skulle uppgå till. Detta togs bort under början av år 2005.

### ***Övergripande investeringsrestriktioner***

Gränsvärden för portföljens och tillgångsslagens tillåtna aktiva risk kompletteras med gränsvärden för hur mycket tillgångsslagen tillåts avvika från normal position för att begränsa risken för alltför stora enskilda allokeringsspositioner.

Inom aktieportföljen uppgår gränsvärdet för svenska aktier till +/- 5 procentenheter, för aktier i tillväxtmarknader +1/-5 procentenheter och för globala aktier +15/-10 procentenheter.

## **Portföljstrukturens utveckling**

### ***Budgetering av aktiv risk***

Den första systematiskt framtagna riskbudgeten gjordes under år 2003. Riskbudgeten uppdateras kvartalsvis och i samband med strategiska portföljförändringar. Riskbudgeten omfattar inte fastigheter och riskkapitalfonder (och inte heller hedgefonder när de ingick i den strategiska portföljen).

Syftet med riskbudgeten är att fördela den givna limiten för total aktiv risk (f.n. 3 %) till de tillgångsslag där den högsta riskjusterade avkastningen kan förväntas, efter förvaltningskostnader. Riskbudgeten är ett verktyg för fondens operativa ledning för att planera aktiv risk och är inget som godkänns eller beslutas om av styrelsen.

Riskbudgeten tas fram i tre steg. Först fördelas aktiv risk till de tillgångsslag som har definierats av fonden. Sedan fördelas den aktiva risken inom respektive tillgångsslag till individuella mandat. Det sista steget är att underifrån beräkna den aggregerade effekten av fördelade riskmandat för att bl.a. kontrollera att den ligger inom det av styrelsen givna totalmandatet för aktiv risk. RM-funktion ansvarar för uppföljning av risklimiten och riskutnyttjande.

Under 2006 minskade riskbudgeten för externa förvaltare. Syftet var att fondens andel av "satellite" förvaltning skulle öka. Detta skulle finansieras genom att avveckla externa semiaktiva och passiva mandat som istället skulle förvaltas internt. Emellertid fördröjdes nyinvesteringen i "satellite"-förvaltningen av att ytterligare förändringar i förvaltningsstrategin planerades.

Fondens riskbudgetmodell visar detaljerat upp förväntad avkastning samt aktiva risklimiten, både för de enskilda mandaten samt varje tillgångsklass och för den totala portföljen. Under 2006 uppgick den budgeterade överavkastningen för den totala portföljen till ca 0,9 procentenhet.

### ***Intern och extern förvaltning***

När fonden startade fanns ingen intern förvaltningsorganisation att "ärva" sedan tidigare. Man startade från noll och under relativt stor tidspress. Till att börja med fanns det alltså inte så mycket annat att göra än att lägga ut förvaltning externt för att snabbt få en marknadsexponering på det tilldelade kapitalet. I takt med att intern kompetens byggdes upp har andelen internt förvaltade medel ökat kraftigt sedan start. Vid årskiftet 2005-12-31 utgjorde andelen internt förvaltade medel en betydande andel av fondens totala kapital (ca 72 %).

Inom ränteportföljen gavs till en början en extern förvaltare i uppdrag att passivt förvalta svenska räntor. I takt med att kompetens rekryterades till fonden, kom mer och mer att tas över av den interna organisationen. När ränteportföljen diversifierades internationellt 2002 föll det sig enligt fonden naturligt att även låta de nya tillgångsslagen förvaltas internt då det vid denna tidpunkt inte fanns några externa förvaltare upphandlade. Avsaknad av resurser för att bygga upp intern kompetens för globala kreditobligationer gjorde emellertid att fonden valde att skapa en passiv exponering genom indexreplikerande produkter för detta tillgångsslag. Medvetenheten om att den interna förvaltnings-



organisationen inte räckte till för att skapa en aktiv förvaltning ledde till att fonden i början av 2004 påbörjade en upphandling av tre olika externa mandat inom den globala ränteportföljen. Vid utgången av 2005 förvaltades 91 % av den totala ränteportföljen internt.

Inom aktieportföljen fanns ursprungligen inte heller någon intern kapacitet att hantera det tilldelade kapitalet. Gradvis byggdes en intern förvaltningsorganisation upp för att hantera svenska och europeiska aktier. Att just dessa två tillgångsslag valdes ut för att hanteras internt verkade hänga nära samman med fondens syn på sina egna möjligheter till att skapa överavkastning. Under 2003 infördes en sektororienterad förvaltning inom europeiska aktier (som ett första steg) med målet att skapa en "portfölj av portföljer" med okorrelerade aktiva risker. Detta ledde till att den europeiska portföljen fördelades ut på ett mycket större antal mandat än tidigare, både internt och externt. Men strategin fungerade inte. Den aggregerade europaportföljen uppvisade en alldeles för låg aktiv risk. Under 2004 påbörjades införandet av en "core-satellite" strategi i aktieförvaltningen, där huvuddelen av den aktiva risken i aktieportföljen ska tas i förvaltningen av "satellite-delen" av portföljen. Fördelningen mellan "core" och "satellite" bestäms utifrån riskbudgeten. Ett tydligt exempel på en ren alfaförvaltning inom satellitområdet är de under 2005 aktiverade externa mandatet inom Global Tactical Asset Allocation, som tar upp en relativt stor del av fondens aktiva risk. I huvudsak ska fondens interna organisation förvalta "core-portföljen" medan externa förvaltare anlitas för "satellite-portföljen" med undantag för de områden där fonden anser sig ha egen kompetens. Vid utgången av 2005 förvaltades 81 % respektive 50 % av den totala svenska och global aktieportföljen internt.

Under 2006 har andelen externa förvaltare reducerats ytterligare och koncentrerats till ett fåtal förvaltare med en mer aktiv förvaltningsstil. Vid utgången av år 2006 förvaltades 17 % av fondens tillgångar externt, varav 100 % aktivt.

### ***Aktiv och passiv förvaltning inom svenska och globala aktier***

Under de två första verksamhetsåren styrde uppbyggnaden av interna resurser andelen aktiv aktieförvaltning. Under perioden 2003-2005 minskade svenska aktiers bidrag till aktieportföljens totala aktiva risk till förmån för globala aktier. Enligt fondens definitioner utgjorde aktiv förvaltning 93 % av den likvida portföljen vid utgången av 2006.

Idag är fondens filosofi för globala aktier (exkl. svenska aktier) att ta hög aktiv risk i stora och breda aktieunivers, där möjligheten att ta många oberoende positioner i enskilda aktier är störst. Förutsatt att det finns förvaltningskicklighet borde detta möjliga utbud av positioner innehålla störst potential till aktiv avkastning. Detta borde leda till att aktiv risk fördelas till globala mandat framför regionala mandat.

Vad gäller svenska aktier tillämpas inte samma filosofi. Merparten förvaltas internt och fonden anser sig ha en hög egen kompetens att skapa mervärde. Förvaltningen av svenska aktier är uppdelad i 3 mandattyper; fundamental, kvantitativ och strategiska innehav. Fonden anser att tre oberoende investeringsprocesser kan åstadkomma en bättre riskjusterad avkastning jämfört med en enda process.

## Avstämningar och kontroller

### Validering av portföljavgkastning

Inga väsentliga skillnader har noterats mellan de avkastningsberäkningar som genomförts av fonden och HWIP.

### Validering av jämförelseindex

Fondens jämförelseindex är relevanta. HWIP har kunnat replikera indexavkastningen.

### Avstämning mot årsredovisningar

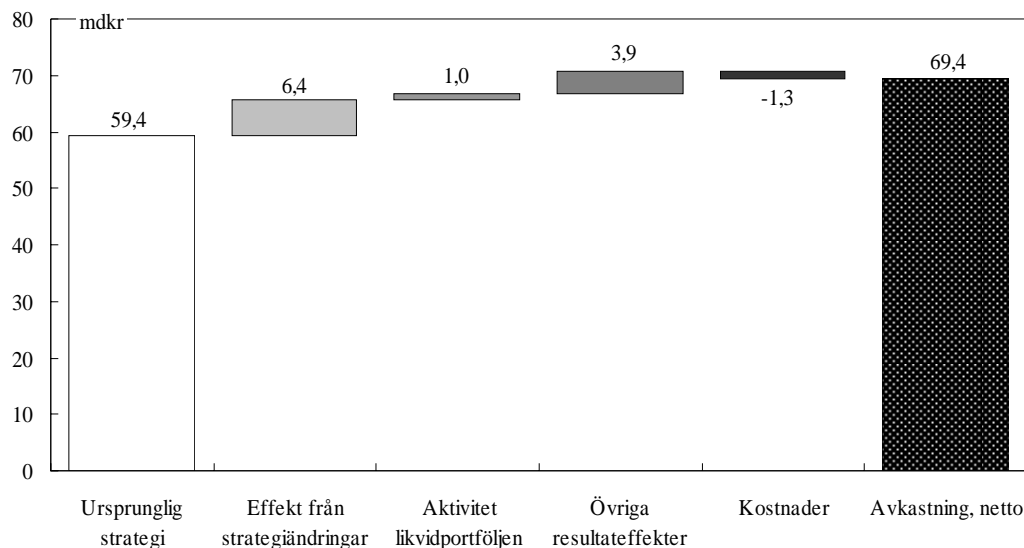
De portföljdata som fonden levererat i samband med utvärderingen stämmer i allt väsentligt överens med värden i årsredovisningarna för åren 2001-2006.

## Portföljens uppbyggnad

Vid beräkningen av det aktiva resultatet (likvidportföljen) har avkastning från investeringar i fastigheter och onoterade bolag exkluderats. För att skapa jämförbarhet har samma exkludering gjorts i jämförelseindex.

## Analys av resultat

Analysen inleds med en övergripande redovisning av vilka beslut som har bidragit till fondens totala avkastning.



Fondens ursprungliga strategi från halvårsskiftet 2001, med 60 % aktier samt 40 % svenska obligationer hade, om den behållits, givit en avkastning om drygt 59 mdkr till och med december 2006. Styrelsens beslut om ändringar av investeringsstrategi har givit ett positivt bidrag om ca 6,4 mdkr. Styrelsebeslutet om att strategiskt allokera en del av den globala portföljen till tillväxtmarknadsaktier har varit mycket lyckat. Den strategiska allokeringen till tillväxtmarknadsaktier står för nästan en tredjedel av det

totala bidraget från effekten av strategiändringar. Vidare har även den strategiska uppdelningen av tillgångsslaget svenska aktier som genomfördes under år 2002 bidragit med drygt 1 mdkr till fondens resultat. Inkluderandet av utländska räntor i den strategiska ränteportföljen har givit ett positivt bidrag på cirka 1 mdkr medan den strategiska omfördelningen på 3 % från räntor till fastigheter har bidragit med cirka 0,5 mdkr till fondens resultat.

Till detta har resultatet av den aktiva förvaltningen i fonden (likvidportföljen) givit ytterligare ett positivt bidrag om ca 1,0 mdkr. Vinsten från att förvalta delar av fonden aktivt härrör uteslutande från tredje kvartalet 2001, d.v.s. första perioden efter transitionsperioden. Övriga resultateffekter bidrar positivt med över 3,9 mdkr vilket framför allt beror på det jämförelseindex (Svenskt Fastighetsindex fr.o.m. september 2002) som fonden tillämpar för fastighetsinnehavet. Till slut har fondens kostnader uppgått till med ca 1,3 mdkr. Den totala avkastningen, med hänsyn tagen till strategi- och indexändringar, den aktiva förvaltningen samt kostnader uppgår därmed till 69,4 mdkr.

### **Aktiv avkastning inom likvidportföljen**

I tabellen nedan redovisas en sammanfattning av resultatet (i likvidportföljen) före avdrag för kostnader. Resultaten avser perioden från 2001-12-31 t.o.m. 2006-12-31.

Per 2006-12-31	Avkastning				Risk och riskjusterad avkastning, fem år	
	2006		Senaste fem åren		Aktiv risk, %	Info. kvot
	Portfölj %*	Relativt index	Portfölj %*	Relativt index		
Svenska aktier	29,4	0,5	12,3	-1,2	1,9	-0,65
Globala aktier	16,4	2,5	8,1	0,8	0,9	0,89
Nominella och reala obl.	0,6	-0,2	5,3	-0,1	0,3	-0,38
<b>AP2 - Total portfölj</b>	<b>12,2</b>	<b>0,2</b>	<b>8,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,42</b>

\* För perioder längre än ett år redovisas avkastning per år. För kortare perioder redovisas periodavkastningen.

Avkastningen för den totala likvidportföljen har under 2006 varit något högre än för jämförelseindex (0,2 procentenheter). Mycket goda resultat har under årets noterats för globala aktier som har presterat en avkastning på 2,5 procentenheter över index. Även svenska aktier har under året lyckats ge en positiv relativ avkastning medan det omvända gäller för den sammanlagda obligationsförvaltningen.

Fondens operativa målsättning är att överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år över femårsperioder till en aktiv risk som maximalt ska uppgå till 3 % per år. Under den senaste femårsperioden har den totala likvidportföljen haft en underavkastning på -0,2 procentenheter per år jämfört med index (8,0 respektive 8,3 % per år för portföljen och jämförelseindex). Den totala portföljens underavkastning under de senaste fem åren härstammar från åren 2002 till 2004 då portföljen tappade 0,5 procentenheter per år mot jämförelseindex. Den årliga avkastningen under de två senaste åren har emellertid varit 0,2 procentenheter högre än jämförelseindex per år.

Informationskvoten för den svenska aktieportföljen (- 0,65) indikerar en låg kvalitet i den operativa förvaltningen. Efter bra resultat under år 2006 och 2005 för den globala aktieförvaltningen är nu portföljavkastningen sedan utvärderingens start högre än jämförelseindex och informationskvoten uppgår till goda 0,89. Obligationsförvaltningen har underträffat sitt index med -0,1 procentenheter per år till en informationskvot på -0,38. Sammantaget uppgår informationskvoten för den totala portföljen till -0,42.

### ***Bidragsanalys inom likvidportföljen***

Per 2006-12-31 Portfölj	Bidrag till totala portföljens överavkastning, %-enheter per år	
	2006	Senaste fem åren
<i>Värdepappersval</i>	<i>0,92</i>	<i>0,01</i>
Svenska aktier	0,08	-0,25
Globala aktier	0,94	0,31
Nominella och reala obl.	-0,11	-0,05
<i>Taktisk tillgångsfördelning</i>	<i>-0,73</i>	<i>-0,23</i>
<b>AP2 - Total portfölj</b>	<b>0,19</b>	<b>-0,22</b>

Under 2006 har positiva bidrag i allt väsentligt kommit från värdepappersvalet inom den globala aktieförvaltningen. Den taktiska allokeringen har givit ett negativt bidrag och totalt sett skapas en överavkastning på 0,19 procentenheter under året.

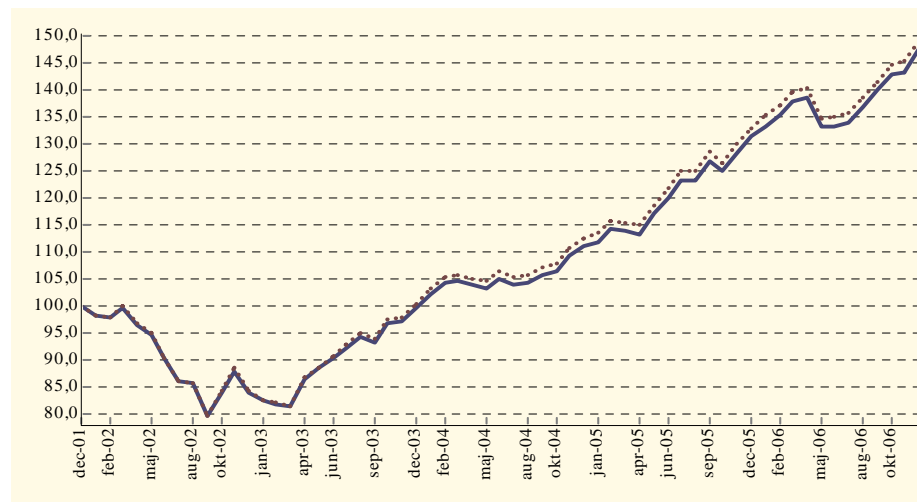
Under den senaste fem åren uppgår den totala portföljens överavkastning till -0,22 procentenheter per år. Det negativa resultatet härrör från avvikelser från den strategiska tillgångsfördelningen samt negativa förvaltningsresultat inom den svenska aktie- och obligationsportföljen.

AP2 - Total portfölj

Nyckeltal sedan start

<b>Marknadsvärde (KSEK)</b>	206 721 754	<b>Beta</b>	0,98
<b>Avkastning - portfölj</b>	8,0%	<b>Förklaringsgrad</b>	1,00
<b>Avkastning - index</b>	8,3%	<b>Tracking Error</b>	0,5%
<b>Skillnad</b>	-0,2%	<b>Info kvot</b>	-0,42
<b>Standardavvik - portfölj</b>	8,7%	<b>Jensens alfa</b>	-0,1%
<b>Standardavvik - index</b>	8,8%	<b>Avk/stdav - dito Index</b>	-0,01
		<b>Konsistens</b>	46,7%

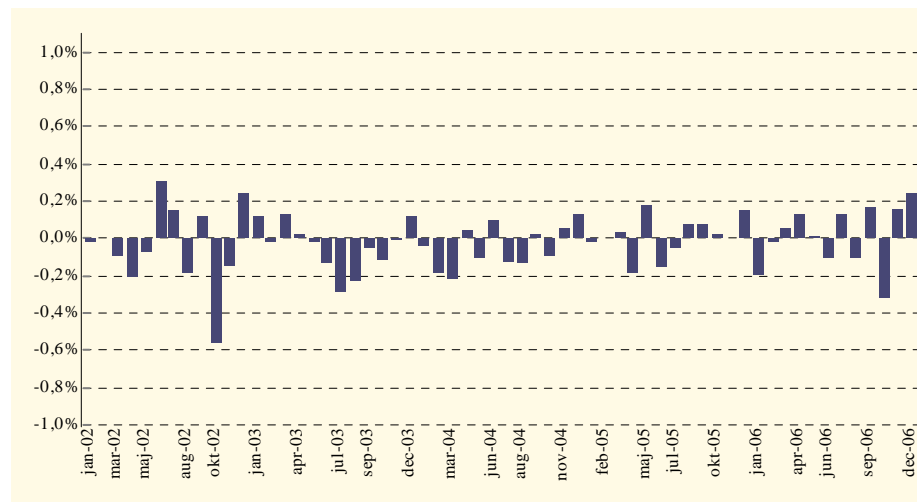
Portföljtillväxt jämfört med index



Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>MV (MSEK)</b>	206 721,8	183 489,0	152 879,0	135 582,2	112 300,8	n.a.
<b>Portfölj</b>	12,2%	18,1%	11,5%	18,6%	-16,0%	n.a.
<b>Index</b>	12,0%	18,0%	12,1%	19,1%	-15,6%	n.a.
<b>Skillnad</b>	0,2%	0,2%	-0,6%	-0,5%	-0,3%	n.a.
<b>Senaste</b>	<b>3 mån</b>	<b>6 mån</b>	<b>1 år</b>	<b>2 år</b>	<b>3 år</b>	<b>4 år</b>
<b>Portfölj</b>	5,2%	10,6%	12,2%	15,1%	13,9%	15,1%
<b>Index</b>	5,2%	10,3%	12,0%	14,9%	14,0%	15,2%
<b>Skillnad</b>	0,1%	0,3%	0,2%	0,2%	-0,1%	-0,2%

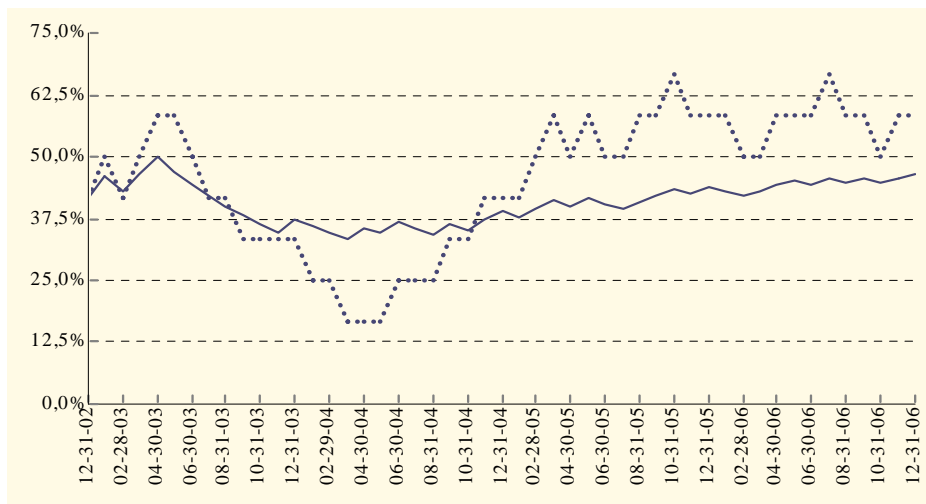
Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



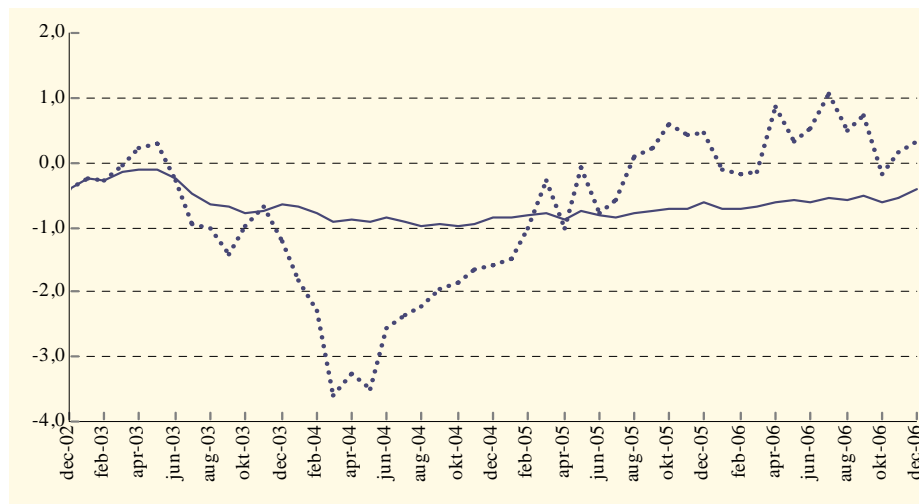
— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP2 Total portfölj exkl PE och fastigheter

AP2 - Total portfölj

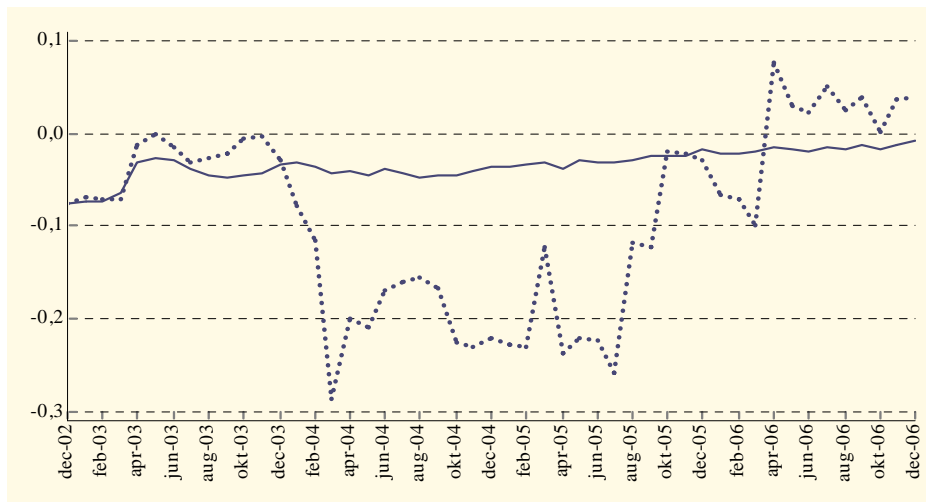
Consistency



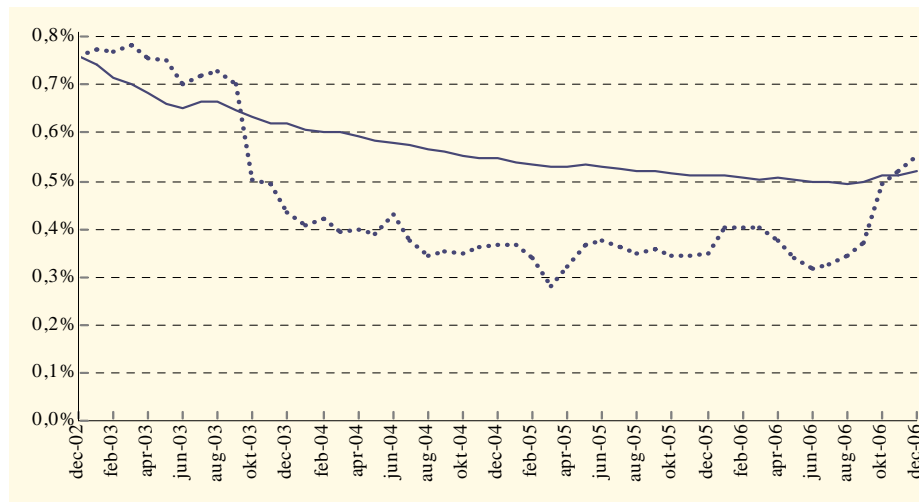
Information quotient



Sharpe index



Tracking error



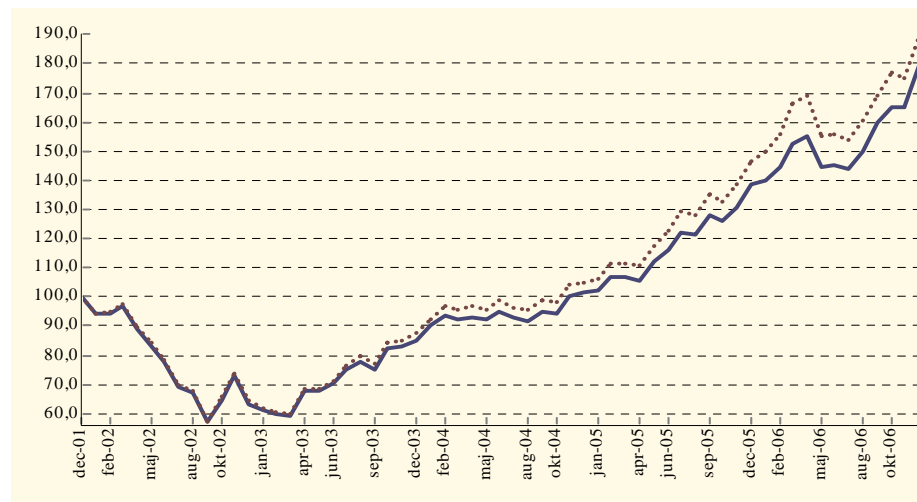
— Portfölj Ackumulerat    - - - - - Portfölj Rullande 12 mån

AP2 - Svenska aktier

Nyckeltal sedan start

<b>Marknadsvärde (KSEK)</b>	43 522 072	<b>Beta</b>	0,96
<b>Avkastning - portfölj</b>	12,3%	<b>Förklaringsgrad</b>	0,99
<b>Avkastning - index</b>	13,6%	<b>Tracking Error</b>	1,9%
<b>Skillnad</b>	-1,2%	<b>Info kvot</b>	-0,65
<b>Standardavvik - portfölj</b>	19,5%	<b>Jensens alfa</b>	-0,8%
<b>Standardavvik - index</b>	20,1%	<b>Avk/stdav - dito Index</b>	-0,04
		<b>Konsistens</b>	45,0%

Portföljtillväxt jämfört med index



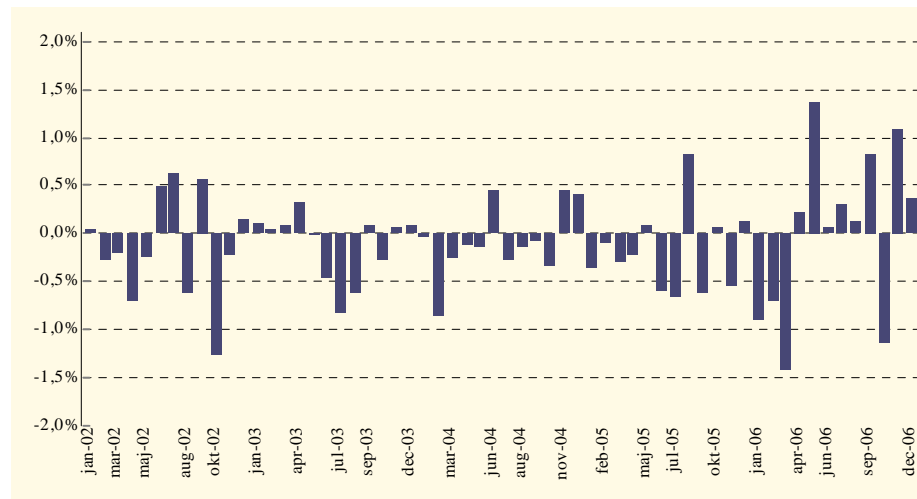
Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>MV (MSEK)</b>	43 522,1	40 924,6	32 807,8	28 412,1	22 769,1	n.a.
<b>Portfölj</b>	29,4%	36,5%	19,0%	34,2%	-36,6%	n.a.
<b>Index</b>	28,9%	39,5%	20,2%	36,0%	-35,8%	n.a.
<b>Skillnad</b>	0,5%	-3,0%	-1,2%	-1,8%	-0,9%	n.a.

Senaste	3 mån	6 mån	1 år	2 år	3 år	4 år
<b>Portfölj</b>	12,2%	23,0%	29,4%	32,9%	28,1%	29,6%
<b>Index</b>	11,8%	21,1%	28,9%	34,1%	29,3%	30,9%
<b>Skillnad</b>	0,4%	1,9%	0,5%	-1,2%	-1,2%	-1,3%

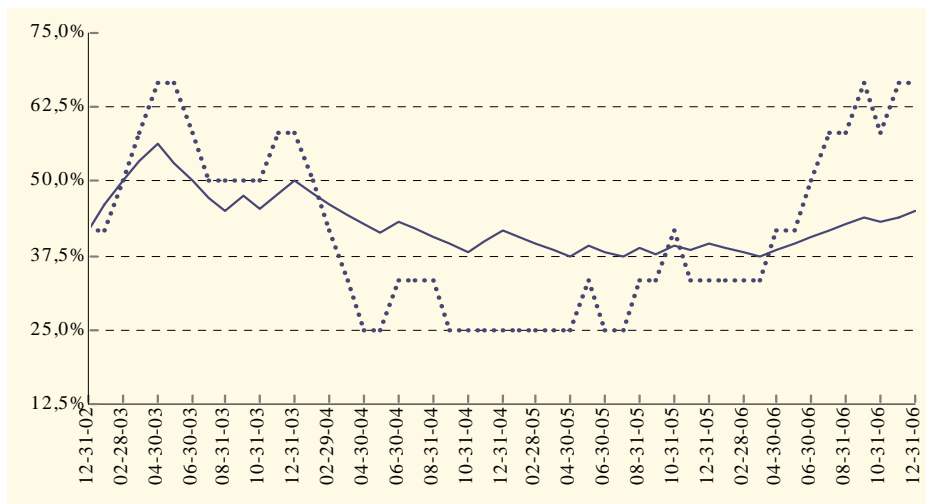
Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



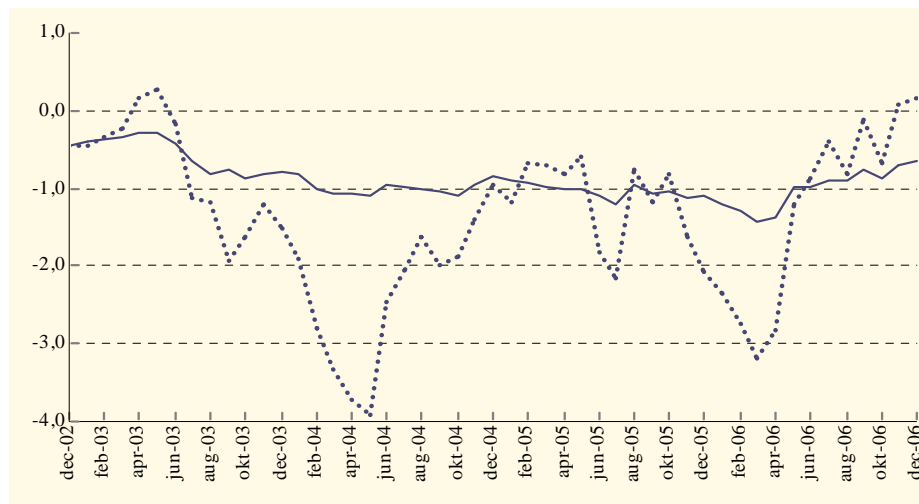
— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP2 Svenska aktier

AP2 - Svenska aktier

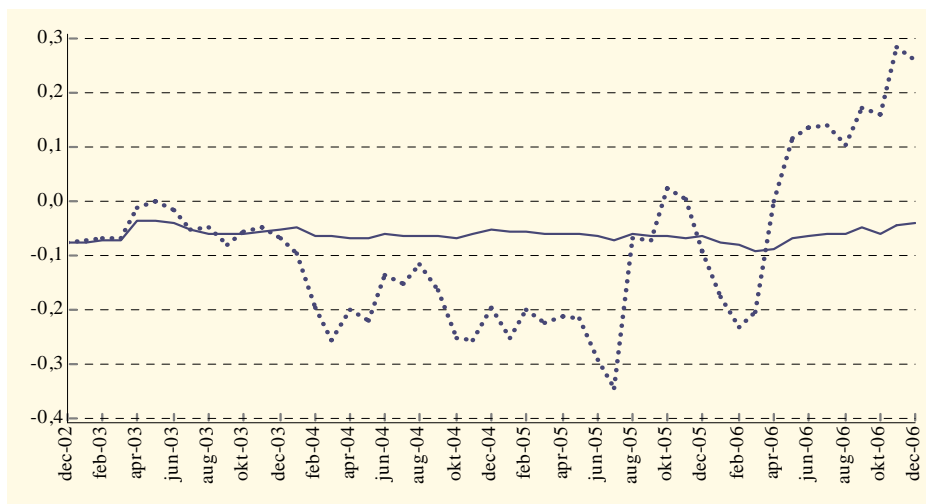
Consistency



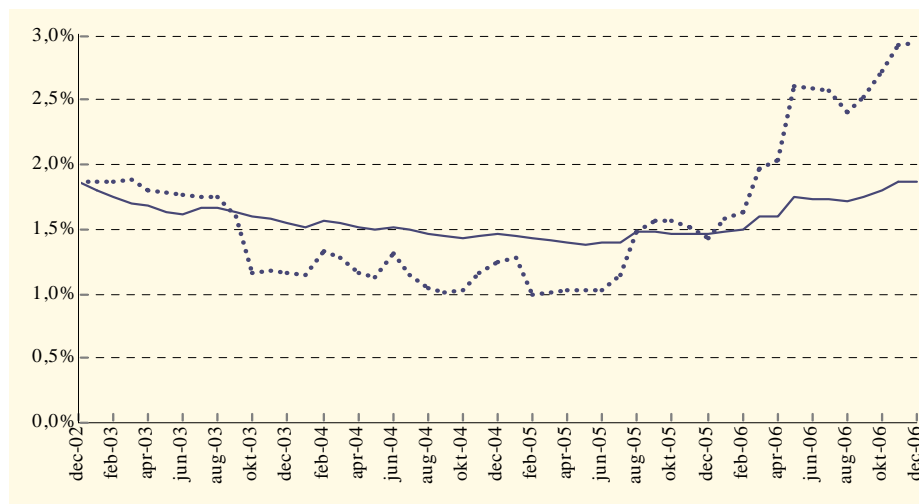
Information quotient



Sharpe index



Tracking error



— Portföli Ackumulerat    ··· Portföli Rullande 12 mån

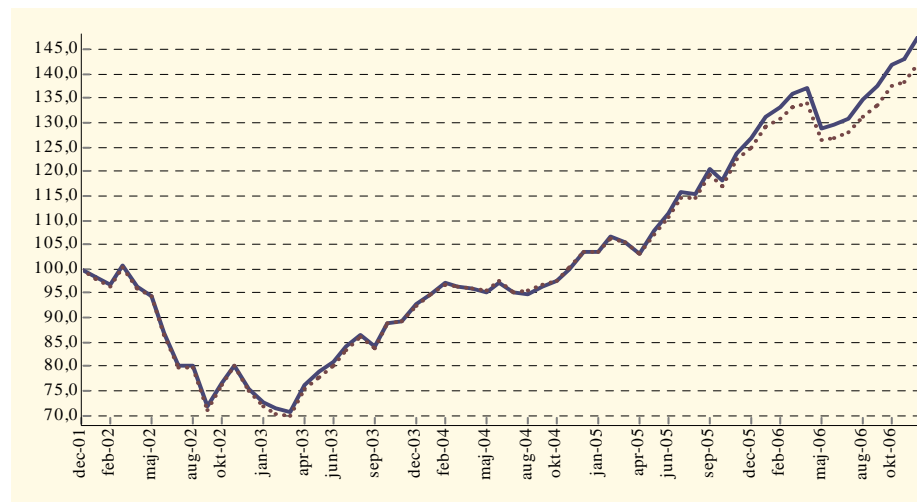


AP2 - Globala aktier

Nyckeltal sedan start

<b>Marknadsvärde (KSEK)</b>	78 301 621	<b>Beta</b>	0,98
<b>Avkastning - portfölj</b>	8,1%	<b>Förklaringsgrad</b>	1,00
<b>Avkastning - index</b>	7,3%	<b>Tracking Error</b>	0,9%
<b>Skillnad</b>	0,8%	<b>Info kvot</b>	0,89
<b>Standardavvik - portfölj</b>	12,4%	<b>Jensens alfa</b>	0,9%
<b>Standardavvik - index</b>	12,7%	<b>Avk/stdav - dito Index</b>	0,07
		<b>Konsistens</b>	63,3%

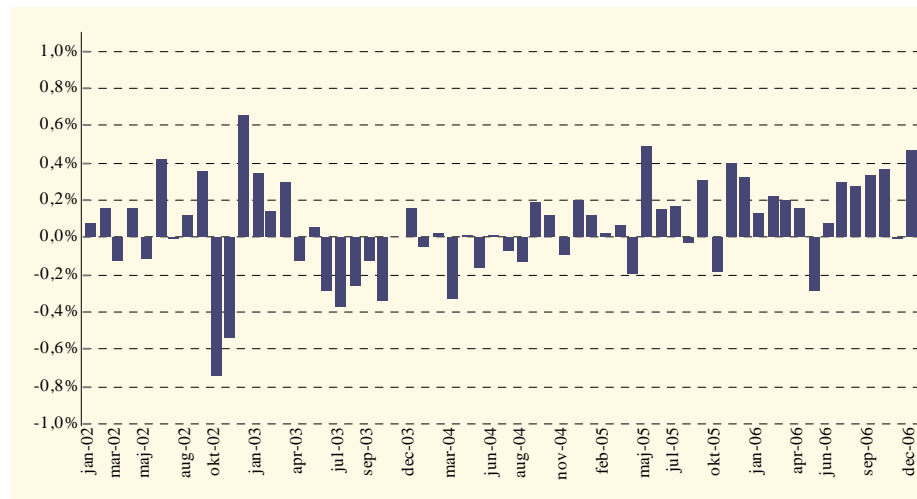
Portföljtillväxt jämfört med index



Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>MV (MSEK)</b>	78 301,6	72 482,8	61 538,1	56 705,9	46 820,8	n.a.
<b>Portfölj</b>	16,4%	22,8%	11,6%	23,0%	-24,7%	n.a.
<b>Index</b>	13,9%	20,9%	11,9%	23,6%	-25,2%	n.a.
<b>Skillnad</b>	2,5%	1,9%	-0,3%	-0,5%	0,5%	n.a.
<b>Senaste</b>	<b>3 mån</b>	<b>6 mån</b>	<b>1 år</b>	<b>2 år</b>	<b>3 år</b>	<b>4 år</b>
<b>Portfölj</b>	7,4%	14,1%	16,4%	19,5%	16,8%	18,3%
<b>Index</b>	6,6%	12,2%	13,9%	17,3%	15,5%	17,4%
<b>Skillnad</b>	0,9%	1,9%	2,5%	2,2%	1,3%	0,9%

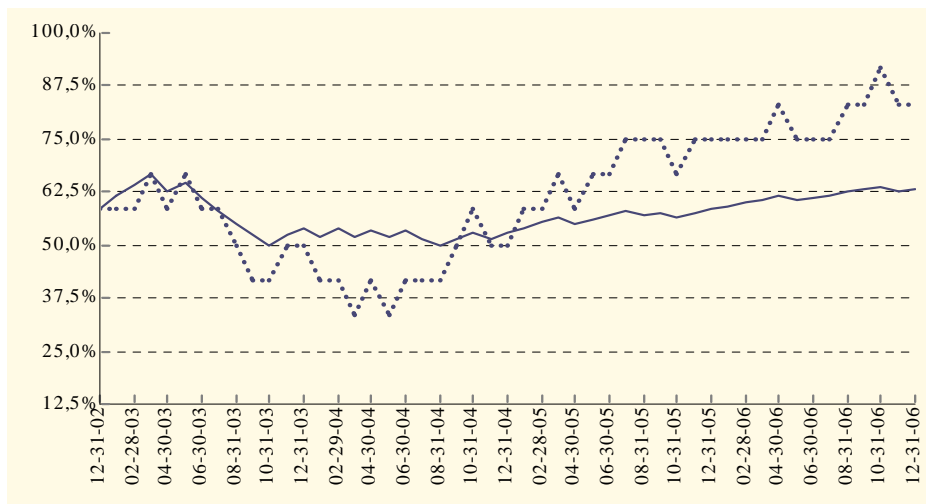
Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



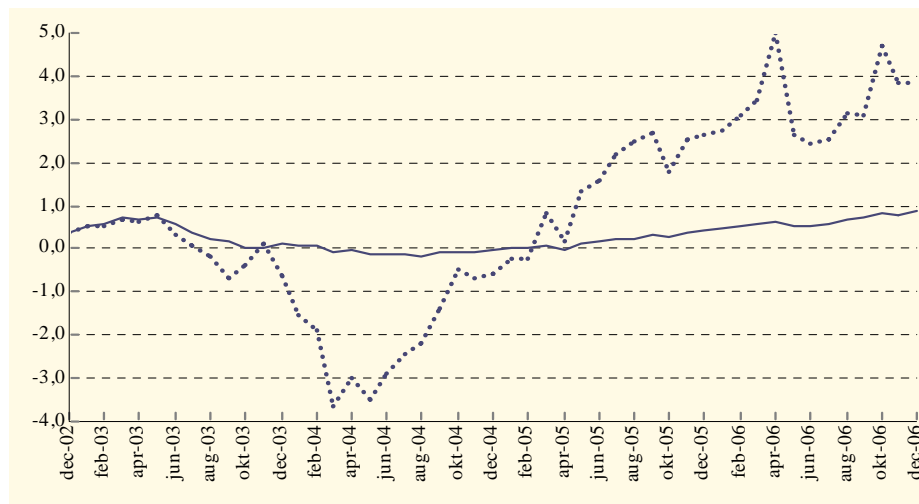
— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP2 Globala aktier

AP2 - Globala aktier

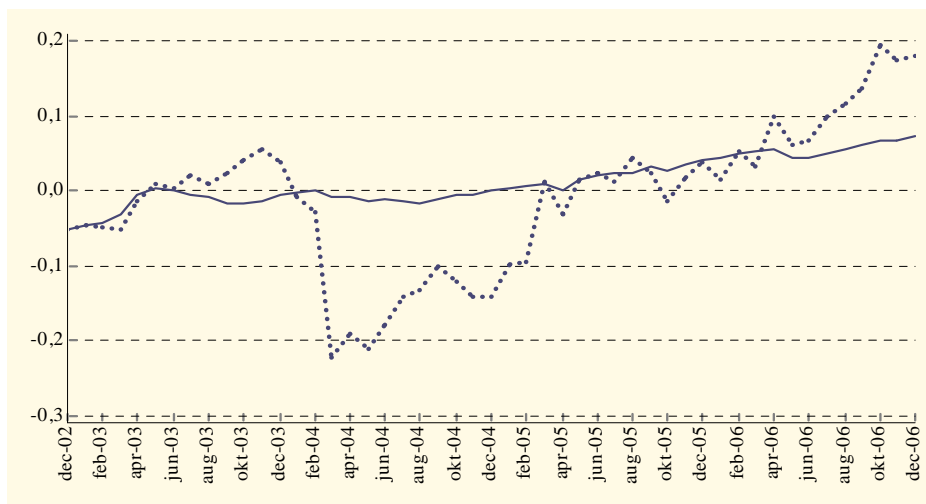
Consistency



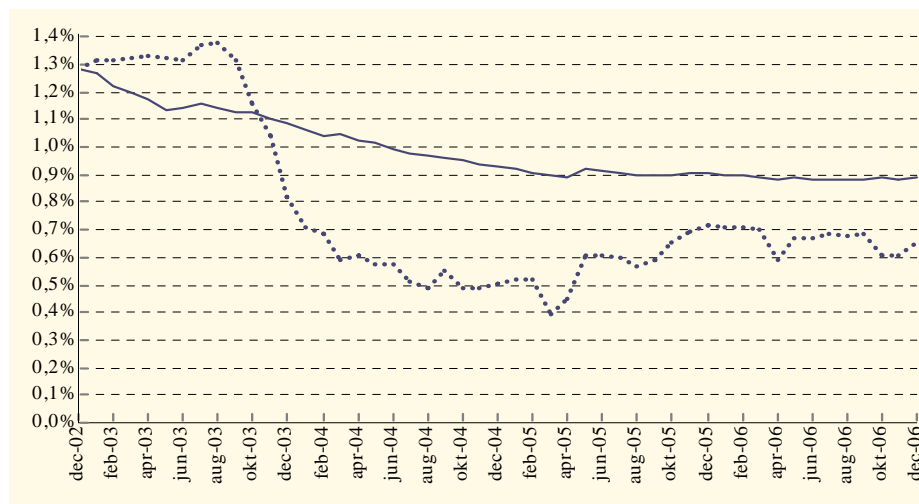
Information quotient



Sharpe index



Tracking error



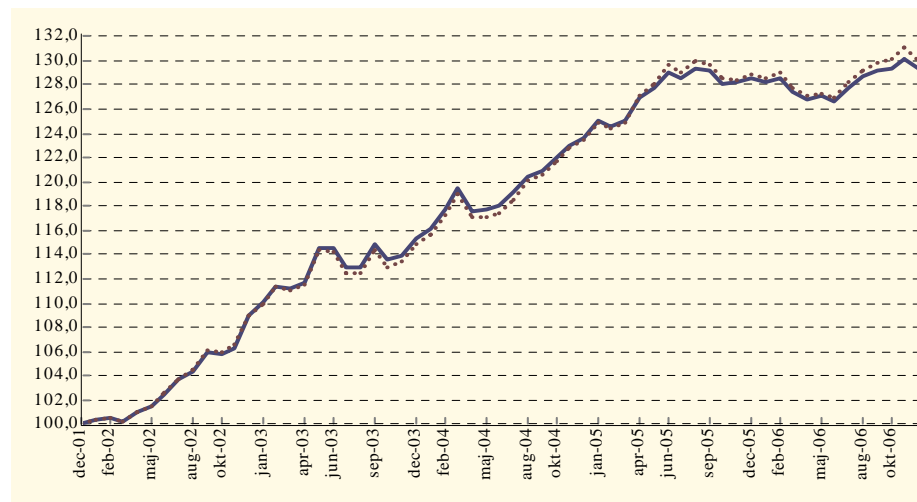
— Portföli Ackumulerat    ···· Portföli Rullande 12 mån

AP2 - Nominella och reala obligationer

Nyckeltal sedan start

<b>Marknadsvärde (KSEK)</b>	84 898 061	<b>Beta</b>	0,95
<b>Avkastning - portfölj</b>	5,3%	<b>Förklaringsgrad</b>	0,99
<b>Avkastning - index</b>	5,4%	<b>Tracking Error</b>	0,3%
<b>Skillnad</b>	-0,1%	<b>Info kvot</b>	-0,38
<b>Standardavvik - portfölj</b>	2,8%	<b>Jensens alfa</b>	0,0%
<b>Standardavvik - index</b>	2,9%	<b>Avk/stdav - dito Index</b>	0,03
		<b>Konsistens</b>	43,3%

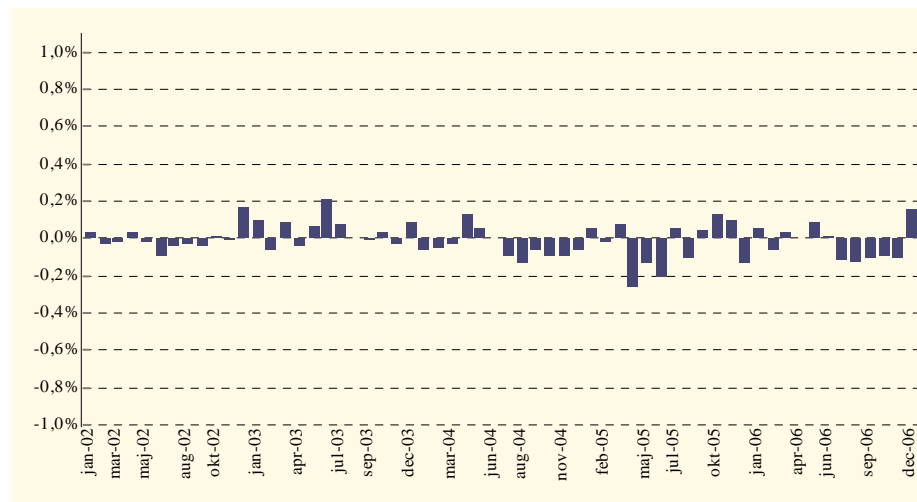
Portföljtillväxt jämfört med index



Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>MV (MSEK)</b>	84 898,1	70 097,9	57 009,6	50 464,2	42 710,9	n.a.
<b>Portfölj</b>	0,6%	4,0%	7,1%	5,9%	8,9%	n.a.
<b>Index</b>	0,8%	4,4%	7,6%	5,4%	8,9%	n.a.
<b>Skillnad</b>	-0,2%	-0,4%	-0,5%	0,5%	0,0%	n.a.
<b>Senaste</b>	<b>3 mån</b>	<b>6 mån</b>	<b>1 år</b>	<b>2 år</b>	<b>3 år</b>	<b>4 år</b>
<b>Portfölj</b>	0,1%	2,0%	0,6%	2,3%	3,9%	4,4%
<b>Index</b>	0,1%	2,4%	0,8%	2,6%	4,2%	4,5%
<b>Skillnad</b>	0,0%	-0,4%	-0,2%	-0,3%	-0,4%	-0,1%

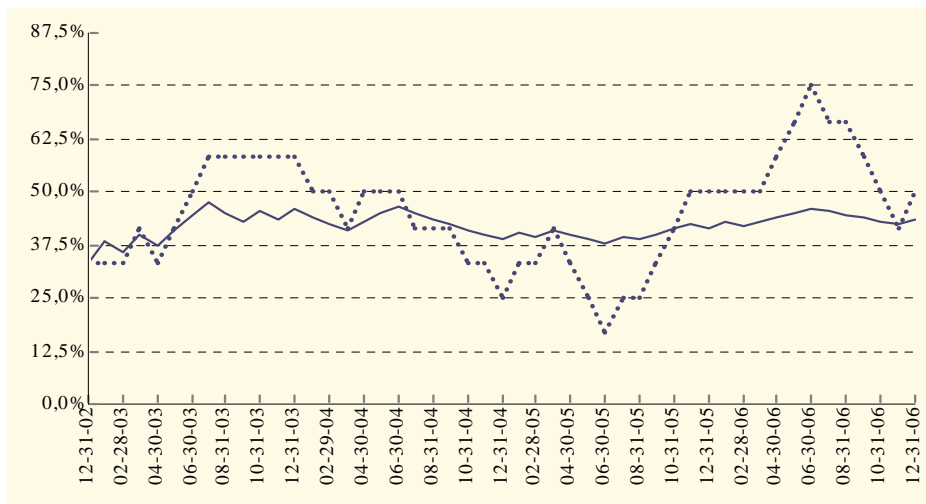
Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



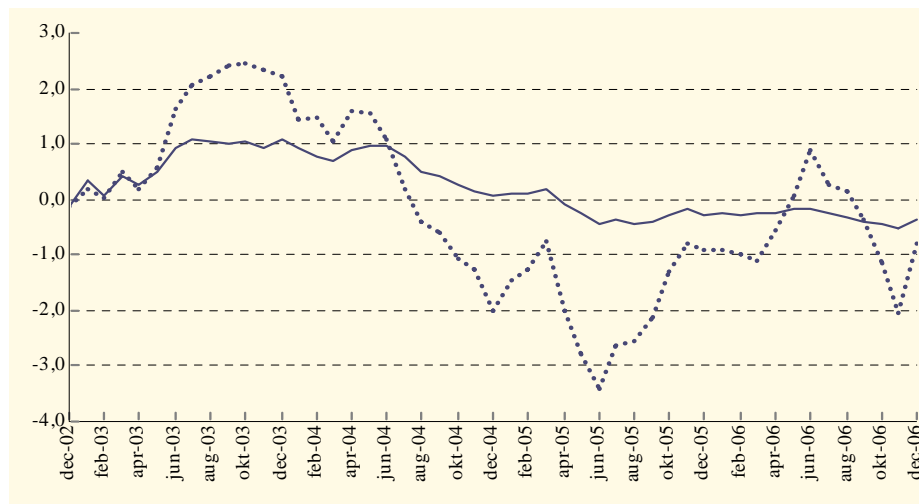
— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP2 Obligationer

AP2 - Nominella och reala obligationer

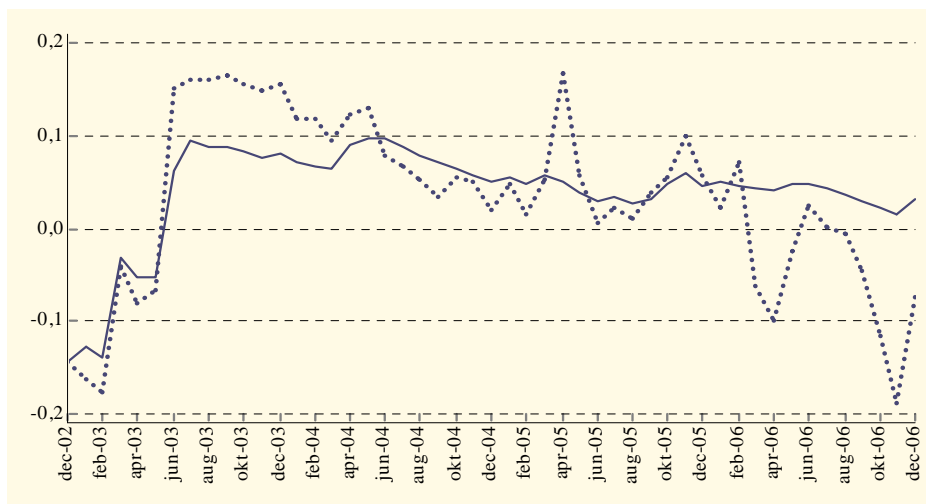
Consistency



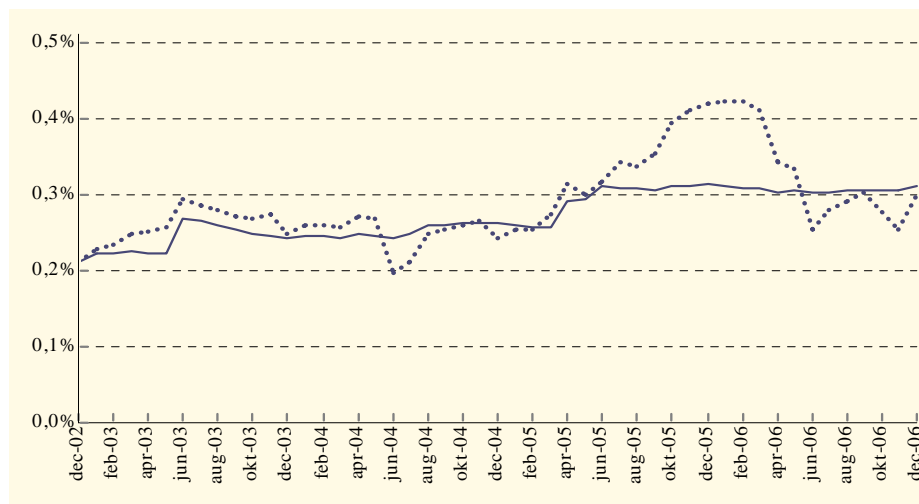
Information quotient



Sharpe index



Tracking error



— Portföli Ackumulerat    - - - - Portföli Rullande 12 mån

## Rapport – Tredje AP-fonden

### Målsättning och styrvariabler

Fondens övergripande målsättning fastställs, i enlighet med ledningens förslag, baserat på en analys av ett flertal av pensionssystemets nyckelvariabler, varav ”systemöverskott” (systemets tillgångar minus systemets skulder) och ”fondstyrka” (antal årliga pensionsutbetalningar som fondens kapital kan täcka) identifierades som viktiga styrmått redan inför den första ALM-studien (2001). Genom att analysera hela den statistiska fördelningen av dessa variabler, i olika ekonomiska och demografiska scenarier, fångades både upp och nedsidan (riskerna) in. Beslutet om övergripande styrvariabler fattas i samband med att den första AL-studien genomförs, samtidigt som beslut fattas om strategisk tillgångsfördelning. Något uttryckligt mål för procentuell avkastning fastställdes inte inledningsvis av fonden.

I analysen inför beslutet om strategisk portfölj för 2002 introducerades ett nytt riskmått (förväntad balanseringsförlust) för att komplettera analysen av negativa utfall i pensionssystemet. Från och med 2003 har fonden successivt ökat betydelsen av medelfristiga antaganden för tillgångsprisers utveckling i AL-studier. Från och med år 2006 tillämpar fonden också ett långsiktigt avkastningskrav om minst 4 % real avkastning per år i genomsnitt över tiden.

I april 2006 återbesöktes härledningen av det långsiktiga avkastningsmålet om minst 4 % årlig real avkastning. Nya beräkningar med uppdaterade indata indikerade att målet inte behövde förändras. Om det givna målet nås bör detta innebära en godtagbar utveckling även i pessimistiska scenarier då pressen på pensionssystemet ökar som en följd av utvecklingen av vissa demografiska faktorer.

### Utveckling av den strategiska portföljen

#### *Utveckling av investeringsstrategi*

Den övergripande investeringsstrategin för AP3 utgjordes under 2006 av 54,5 % aktier, 8,5 % fastigheter, 29,5 % nominella obligationer samt 7,5 % reala obligationer. AP3 har av affärsmässiga skäl inte redovisat sin strategiska portfölj för 2007 då transitionen till nya positioner inte hade slutförts vid denna rapportens färdigställande.

Tillgångsklasser	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Fastigheter	8,5	8,5	8,5	8,5	8,0	7,0
Svenska aktier	12,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,3
Globala aktier	42,5	38,5	38,5	38,5	38,5	32,7
Svenska nominella obl.	6,1	12,6	12,6	13,6	13,5	15,0
Utländska nominella obl.	23,4	24,4	14,9	15,9	16,5	22,0
Reala obligationer	7,5	0,0	9,5	7,5	7,5	7,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Valutaexponering	13,0	15,6	19,3	10,8	9,6	-

Den inledande investeringsstrategin som valdes år 2001 innehöll 49 % aktier i lika delar svenska, europeiska och utomeuropeiska aktier (16.3 procentenheter vardera). Indelningen av tillgångsslagen i Sverige, europa exkl. Sverige samt övriga världen gällde inom såväl aktie- som räntedelen av analysen. Tillgångsslagen som definierades i analysen är också de som sedan ingick i portföljen/investeringsstrategin. Emellertid är det inte klart varför uppdelningen av tillgångsklasserna inledningsvis gjordes på detta sätt. Det saknas en grundlig ekonomisk motivering till att svenska aktier behandlades som ett eget tillgångsslag – fonden angav att skälen för det som betecknas som en övervikt i svenska aktier var en förväntning om hög avkastning mot bakgrund av den svenska marknadens historik samt ”kultur och bekvämlighet”. Placeringshorisonten i valet av strategi var lång (+ 10 år) och styrelsen drog slutsatsen att modellen bakom ALM-studien var ”vältestad och dokumenterad”. Den öppna valutaexponeringen bestämdes till 20 % av globala aktier. Under 2001 gjordes även en mindre investering i onoterade aktier. Huvudmotivet var fondens bedömning att den riskjusterade avkastningen för onoterade aktier på lång sikt var hög samt att tillgångsslaget bedömdes kunna bidra positivt till den totala portföljens diversifiering. Historiskt sett hade onoterade aktier också gett en högre avkastning än noterade aktier under längre tidsperioder. Målsättningen var att nå 5 % i onoterade investeringar inom en period av 3-5 år, fördelat med en tredjedel till respektive aktieregion som definierats i utgångspunkterna. Fonden separerade inte onoterade aktier i den strategiska modellen. Att onoterade aktier inte definierades som ett eget tillgångsslag baserades på slutsatser i akademiska studier som säger att detta tillgångsslag historiskt uppvisat en relativt hög korrelation med noterade aktier. Fonden valde därför att betrakta onoterade aktier som en del av fondens aktieallokering.

I december 2001 genomfördes en förnyad strategisk studie av fonden. All indata såsom demografisk utveckling och prognoser samt antaganden för tillgångsslagen uppdaterades. Som grund för analysen låg också en förändring av övergripande styrvariabler (den automatiska balanseringens eventuella negativa effekter på pensionerna utgjorde den viktigaste variabeln). Den stora förändringen av strategin utgjordes av att aktieandelen (utanför Sverige) ökades med 5,5 procentenheter på bekostnad av obligationsandelen. Skälet för förändringen var framför allt att en högre aktieandel föreföll vara en bättre investering i de fall demografin utvecklades ogynnsamt. Samtidigt analyserades också en inkludering av hedgefonder och rekommendationen var att minst 5 % bör investeras i tillgångsslaget. Ett beslut om investering tas emellertid inte vid detta tillfälle eftersom det ansågs centralt att först identifiera lämpliga hedgefondstrategier och sedan utreda kostnadskonsekvenserna av dessa. Horisonten i den strategiska analysen var fortfarande lång (+ 10 år). Nästa steg var att utveckla den strategiska processen så att långsiktig och medelfristig strategisk tillgångsfördelning kunde särskiljas då fonden ansåg att den optimala tillgångsfördelningen kunde vara beroende av den horisont som bestäms vid medlens förvaltning. Den öppna valutaexponeringen ändrades inte från sin nivå på 20 % av utländska aktier även om ledningen föreslog en mindre förändring.

I december 2002 genomfördes återigen en förnyad strategisk studie av fonden. All indata såsom demografisk utveckling och prognoser samt antaganden för tillgångsslagen uppdaterades. Modellen hade vid detta tillfälle modifierats så att den kunde hantera två olika uppsättningar av antaganden (både medel- och långfristiga). Utöver detta delades också ”regionen” resten av världen exkl. europa upp i regionerna USA och Japan. Den långfristiga analysen visade att aktieandelen borde behållas. Den kortsiktiga bedöm-

ningen ändrade inte slutsatserna i större utsträckning eftersom de antagna skillnaderna mellan den kortare och den längre (40 år) horisonten var små samt att den långa horisonten ”vägde” mer i modellen jämfört med den kortare. Undantaget utgjordes av japanska obligationer som drogs ner till 0 % av mot bakgrund av den medelfristiga analysen, och fastigheter som ökades marginellt. Beslut om att investera i hedgefonder fattades inte vid utgången av 2002. Den öppna valutaexponeringen ökades till 25 % av globala aktier. Besluten som fattades var i linje med ledningens förslag. Vid slutet av 2002 var fondens investeringar i onoterade aktier ca 600 mnkr.

I december 2003 genomfördes återigen en förnyad strategisk studie av fonden. All indata såsom demografisk utveckling och prognoser samt antaganden för tillgångsslagen uppdaterades. Den övergripande fördelningen mellan aktier och räntor behölls. Mindre förändringar av strategin gjordes genom att japanska aktier överviktades på bekostnad av amerikanska aktier och reala obligationer bedömdes som mer attraktiva än nominella obligationer. Båda dessa förändringar hade sin bakgrund i ett mer medelfristigt värderingsperspektiv och fonden underströk behovet av att den strategiska processen på ett mer tydligt sätt skulle ta fasta på den medelfristiga horisonten. En preliminär utredning angående investeringar i tillväxtmarknader (såväl aktier som obligationer) presenterades och skulle återbesökas senare för beslut av styrelsen. Den öppna valutaexponeringen ökades till 48 % av globala aktier. Besluten som fattades var i linje med ledningens förslag. Vid slutet av 2003 uppgick fondens investeringar i onoterade aktier till ca 1,3 mdkr. Under 2004 gjordes investeringar i skog som en del av fastighetsinvesteringar.

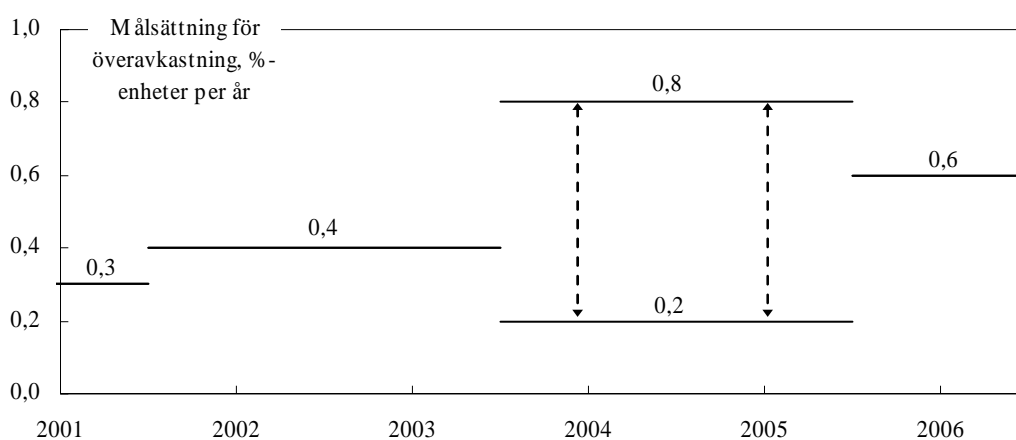
I december 2004 genomfördes en förnyad strategisk studie som innebar att den övergripande fördelningen mellan aktier och räntor behölls. Den medelfristiga horisonten bedömdes som mest viktig – strategin bestämdes med hjälp av synen på den aktuella värderingen av tillgångsslagen och med utgångspunkt från den befintliga portföljen. Detta underströks av att fonden skulle vara beredd att göra snabbare omallokeringar i de fall då vissa tillgångsslag och marknader upplevdes vara över- eller undervärderade. Tillväxtmarknader skulle inkluderas i portföljen vid ett senare tillfälle. Ett beslut fattades om att allokeringen till långa reala obligationer skulle minskas till 0 % samt att den övriga ränteportföljens duration skulle ändras från 4,4 till 2,6 år. Den öppna valutaexponeringen minskades till 38 % av globala aktier mot bakgrund av den rådande värderingen av kronan. Besluten som fattades var i linje med ledningens förslag. Vid slutet av 2004 var fondens investeringar i onoterade aktier 2,1 mdkr. Under hösten 2005 togs ett beslut om att fonden bör ingå åtaganden som motsvara ca 6,5 % av de totala tillgångarna för att kunna nå en faktiska allokering om 5 %.

I december 2005 togs beslut om strategisk portfölj för 2006. Den övergripande fördelningen mellan aktier och räntor ändrades inte och beslut om strategiska allokeringar inom aktier och räntor motiverades utifrån en medelfristig syn på respektive marknad. Inom ränteportföljen inkluderades realränteobligationer återigen i portföljen. Svenska och japanska obligationer underviktades samtidigt som Amerikanska, Brittiska och euro-noterade obligationer överviktades. Den öppna valutaexponeringen minskades från 15 % till 13 % av den totala portföljen. Inom aktieportföljen överviktades Asien och Europa samtidigt som Nordamerika underviktades. Då den starka utvecklingen på den svenska aktiemarknaden inte bedömdes fortsätta på ett till tre års sikt minskades allokering till svenska aktier till förmån för globala aktier.

Vid slutet av 2005 var fondens investeringsåtaganden för onoterade aktier 9,5 mdkr och de faktiska investeringarna var 3,8 mdkr. Per halvårsskiftet 2006 hade fonden ökat sina åtaganden till ca 10,8 mdkr samtidigt som de faktiska investeringarna ökat till ca 4,6 mdkr. I december togs också ett beslut om att utöka mandatet för investeringar inom "Life Science" till 1,3 mdkr.

### **Målsättning för överavkastning**

Fondens målsättning för den aktiva avkastningen har förändrats flera gånger sedan 2001. Den initiala nivån på 0,3 procentenhet ökades relativt snart till 0,4 procentenhet under perioden 2002 till 2003. Målsättningen utgjordes under de två nästföljande åren av ett intervall mellan 0,2 och 0,8 procentenhet för att slutligen under 2006 återigen anges som ett punktmål på 0,6 procentenhet.

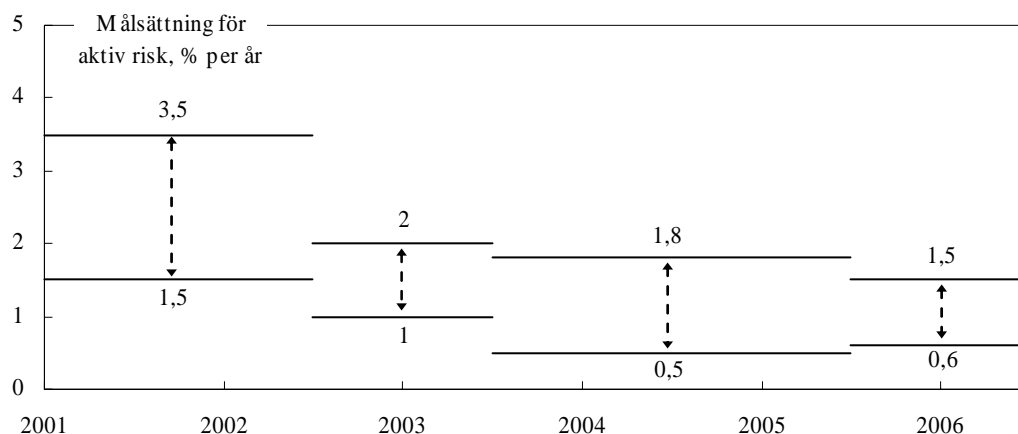


Motivet till fondens val av mål för överavkastning under 2001 är inte helt klart. Det bedömdes som försiktigt och motiverat under uppstartsfasen. Højningen inför 2002 till 0,4 procentenhet beskrivs som en effekt av en ökad förvaltningsaktivitet. Intervallmålsättningen under åren 2004 och 2005 bestämdes genom en analys av möjligheterna till överavkastning från fondens aktiva mandat.

För 2006 sattes målet till 0,6 procentenhet per år sett över en treårsperiod. Den ökning som detta motsvarade relativt mittpunkten på det tidigare intervallet motiverades av ytterligare ökning av aktiviteten inom förvaltningen samt tilltro till organisationens skicklighet.

Även målsättningen för den aktiva risken har förändrats sedan 2001. Den successiva minskning som redovisas i diagrammet nedan motiverades av ökningen av antalet aktiva mandat och medföljande diversifieringsvinster. Det framfördes också att fonden initialt kan ha underskattat diversifieringsvinstens storlek. Den aktiva risken förväntades under 2006 hamna i den nedre delen av det aktuella intervallet (d.v.s. strax över 0,6 %).





### Övergripande investeringsrestriktioner

Förutom gränsvärdena för den totala aktiva risken infördes under 2001 också en gräns för maximal avvikelse på övergripande aktie- och räntenivå uppgående till +/- 8 procentenheter medan de olika regionernas (Sverige, Europa exkl. Sverige och världen exkl. Europa) avvikelser inom respektive tillgångsslag begränsas till +/- 5 procentenheter. Vidare begränsas avvikelsen för de reala räntorna till +/- 3 procentenheter och för valutaexponeringen till +/- 0 procentenhet.

Vid slutet av 2001 ändrades restriktionerna något genom att den maximala avvikelsen på övergripande aktie- och räntenivå minskades till +/- 7 procentenheter och den tillåtna avvikelsen för de reala räntorna utökades till +/- 4 procentenheter. Valuta gjordes samtidigt aktiv genom att exponeringen tilläts variera runt normalportföljens genomsnittliga valutaexponering för utländska aktier. Den maximalt tillåtna avvikelsen för valutaexponeringen bestämdes till +/- 20 procentenheter av den normala valutaexponeringen.

Sedan slutet av 2001 har de övergripande limiterna som beslutas av styrelsen inte förändrats. Emellertid ändrades den maximalt tillåtna avvikelsen för de reala räntorna till +/- 5 procentenheter under 2005.

### Portföljstrukturens utveckling

#### Aktiv riskbudgeteringsprocess

Under 2001 beslutade ledningen att aktiva risker och avkastning ska "fördelas" enligt följande principer:

- Erfarenhet/kompetens hos den som beslutar
- Externa möjligheter (konkurrens och marknadseffektivitet) för beslutspunkten
- Påverkan på fondens totala resultat (väsentlighet)
- Konsistens med det övergripande riskmandatet (från styrelsen)

Riskbudgeten, inkl. ytterligare begränsningar förutom de övergripande som beskrivits ovan, delegerades till ledningen som sedan fördelade dessa vidare. Vid denna tidpunkt fanns ingen dokumenterad kvantitativ modell som bekräftade riskbudgeteringsarbetet varför det är svårt att förstå hur risk- och överavkastningsbudgeten fungerade. Fonden

var istället upptagen med själva omfördelningsarbetet, vilket var naturligt mot bakgrund av den uppmärksamhet som detta arbete krävde.

I december 2002 beslöt fonden att vidareutveckla riskbudgeteringsarbetet och ett projekt som syftar till detta startades under 2003. Målet var att närmare undersöka huruvida förvaltningen av de olika tillgångsslagen och mandatet skulle vara intern eller extern samt om den skulle vara aktiv eller passiv.

I juni 2004 presenterades en detaljerad process för fördelning av aktiva risker och avkastningar för styrelsen. Fonden anammade härmed ett mer sofistikerat och kvantitativt arbetssätt för att utnyttja givna riskramar på ett så optimalt sätt som möjligt. Analysen genomfördes med såväl interna som externa resurser och ledde till att målsättningar för varje beslutspunkt uppdaterades.

Målsättningen under 2006 för aktiv avkastning och risk har härletts genom två kompletterande analyser, en "top-down"-analys och en "bottom-up"-analys. Den förstnämnda har inte haft någon stor direkt påverkan på processen utan snarare fungerat som en rimlighetskontroll av resultatet från "bottom-up"-analysen.

Det första steget i "bottom-up" analysen var att bestämma risknivåer och målsättningar för varje enskilt mandat. Detta gjordes av den specifika förvaltaren tillsammans med chefen för kapitalförvaltningen. När detta hade slutförts så analyserade avdelningen för risk management samvariationen mellan de aktiva riskerna vilket tillsammans med de individuellt uppsatta målen gav en målsättning för hela kapitalförvaltningen.

I samband med 2007 års utvärdering har fonden delgivit HWIP de specifika förväntningar som gäller för enskilda förvaltare. Denna information tillsammans med portföljsammansättningen ger en klar bild av målsättningen för den aktiva avkastningen och hur den är tänkt att uppnås.

### ***Intern och extern förvaltning***

Inför år 2001 tog ledningen beslut om att aktieförvaltning i USA, asien/stillahavsregionen, delar av de europeiska aktierna samt en del av utländska obligationer skulle förvaltas av externa förvaltare. Resterande mandat skulle förvaltas av interna resurser och vid utgången av år 2001 var mer än tre fjärdedelar av portföljen internt förvaltad.

Inledningsvis fokuserade fonden av naturliga skäl på att skapa en övergripande tillgångsallokering som motsvarade den valda strategin, varför den externa aktiva förvaltningen ännu inte var genomförd. Fonden planerade att den aktiva externa aktieförvaltningen stegvis skulle byggas ut med nya mandat på bekostnad av de passiva mandatet. I juni 2002 fonderades således extern förvaltare av amerikanska företagsobligationer och i augusti samma år fonderades aktiva mandat för Japan och övriga Stillahavsasien. Under 2003 avslutades en upphandling av aktiemandat för amerikanska och europeiska små- och medelstora bolag.

I april 2005 beslutade ledningen att den interna europeiska aktieförvaltningen helt skulle läggas ned och inledningsvis överföras till det passiva externa mandatet. Emellertid behölls ett mindre mandat internt där fonden upplevde att det fanns möjligheter till överavkastning.

### ***Aktiv och passiv förvaltning***

Det inledande beslutet under år 2001 angående aktiv kontra passiv förvaltning var att den interna förvaltningen skulle vara aktiv och den externa passiv. Under 2001 aktiverades också ett internt mandat för aktiv taktisk tillgångsallokering. Ledningen uppgav också att en större andel än normalt inledningsvis kommer att förvaltas passivt då fonden befann sig i en uppstartsfas.

Under 2002 genomfördes extern aktiv förvaltning för japanska aktier, aktier i asien/stillahavsregionen samt för amerikanska företagsobligationer.

Under 2003 utökades den externa aktiva aktieförvaltningen med amerikanska små- och medelstora bolag. Fonden valde också under 2003 att minska aktiviteten inom det interna mandatet för taktisk tillgångsallokering, på grund av att denna verksamhet ditintills hade gett ett negativt bidrag till den aktiva avkastningen. Under perioden fram till utgången av 2005 gjordes successivt fler av mandaten aktiva och vid slutet av 2005 hade andelen som förvaltades aktivt eller semiaktivt ökat till ca tre fjärdedelar. I den interna svenska aktieförvaltningen drogs aktiviteten emellertid ner som ett resultat av försämrade avkastning i relation till index.

Fondens metodik när det gäller valet mellan aktiv eller passiv förvaltning har i stort tillämpats sedan 2001. I samband med utvecklingsarbetet under 2003 ökades dock omfattningen samtidigt som processen fick en tydligare struktur. I den gällande metoden för valet mellan aktiv eller passiv förvaltning utgår fonden från analyser av olika marknader och områden vilka syftar till att identifiera de marknader som lämpar sig för aktiv förvaltning. Bedömningar görs av marknadseffektiviteten utifrån faktorer som exempelvis analytikertäckning, antal och typ av professionella aktörer, historiska förvaltningsresultat samt likviditet och transaktionskostnader. Vidare bedöms även den studerade marknadens mångfald genom att ta hänsyn till hur många oberoende investeringsbeslut som är möjliga, möjligheter till blankning och graden av marknadsdiversifiering med avseende på industristruktur. Bedömningen av dessa faktorer resulterar i en skattning av intervallet för informationskvoter på olika marknader eller segment. Utifrån denna skattning fattas beslut om huruvida den aktuella marknaden eller segmentet skall förvaltas passivt eller aktivt. Valet utvärderas löpande och ändras då fonden bedömer att förutsättningarna för att skapa aktiv avkastning förändras.

I juni 2004 gjorde fonden en bedömning för tillgångsslaget svenska aktier som förvaltas internt och aktivt. Bedömningen av effektiviteten och mångfalden på den svenska aktiemarknaden resulterade i ett prognostiserat intervall för informationskvoten på 0,25 - 0,40 (avser median – övre kvartil). Mot bakgrund av fondens resurser, erfarenhet, investeringsprocess och historiska resultat samt givet de bedömda möjligheterna på den svenska marknaden för aktiv förvaltning var ambitionen att uppnå en informationskvot på 0,3 och en aktiv avkastning motsvarande 0,5 % - 2 %.

## **Avstämningar och kontroller**

### ***Validering av portföljavgkastning***

Inom portföljerna framkommer historiskt några mindre skillnader mellan de avkastningsberäkningar som genomförts av fonden och HWIP. Differenserna uppkommer till

följd av mindre metodskillnader men har ingen väsentlig påverkan på beräkningen av resultatet. Utöver detta finns fram t.o.m. december 2002 också mindre skillnader i metoden för avkastningsberäkning för aktieportföljerna. Fonden förklarar skillnaden med att dess avkastning intill den tidpunkten har beräknats inklusive onoterade investeringar.

Under 2006 förekommer inga väsentliga skillnader mellan de avkastningsberäkningar som AP3 och HWIP har genomfört.

### ***Validering av jämförelseindex***

Fondens jämförelseindex är relevanta och konstruerade på ett korrekt sätt. AP3 införde ”halvfasta” indexvikter den 6 april 2004. Innebörden av detta var att andelarna i referensportföljen tilläts avvika från den strategiska andelen med +/- 3 procentenheter utan att omviktning av index måste genomföras. Om vikten för en tillgångsklass överskrider gränsvärdena genomförs en automatisk rebalansering tillbaka till normalvikt.

Under början av 2006 genomfördes dels en rebalansering och dels en förändring av de fasta vikterna för likvidportföljens jämförelseindex. HWIP har kunnat replikera likvidportföljens jämförelseindex under 2006.

### ***Avstämning mot årsredovisningar***

AP3 har redovisat en specifikation av de skillnader som finns mellan det portföljdata som har levererats och det fondkapital som återges i årsredovisningen.

## **Portföljens uppbyggnad**

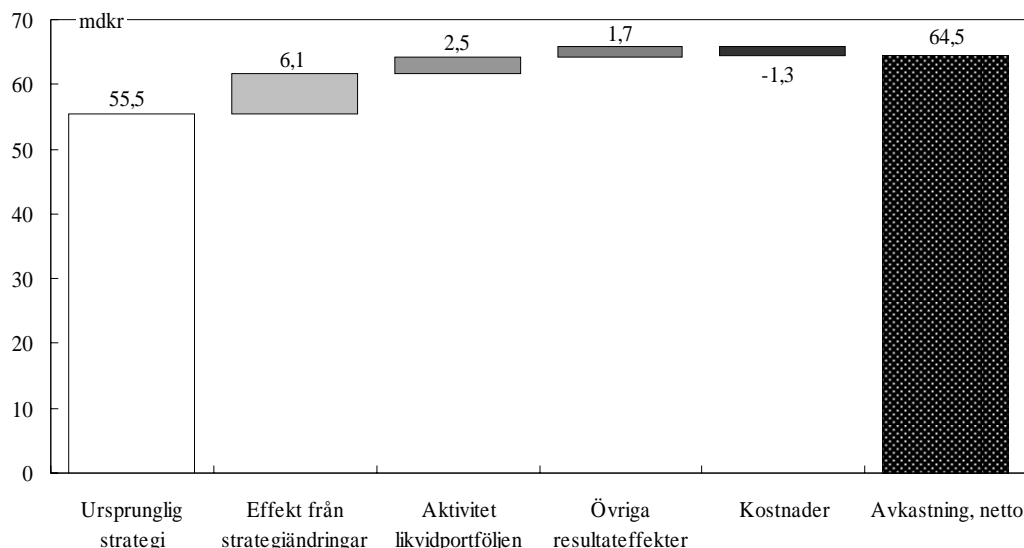
Vid beräkningar av portföljresultatet har avkastning från investeringar i fastigheter och onoterade bolag exkluderats. För att skapa jämförbarhet har samma exkludering gjorts i jämförelseindex.

Notera att fondens interna portföljstruktur avviker från den som presenteras i analysen nedan. T.ex. finns internt s.k. taktiska ”overlay-mandat” avseende tillgångsslagen som har inkluderats i respektive tillgångsslag för åren innan 2006. För det senaste året har dessa mandat särredovisats. Redovisningen skall emellertid inte tolkas som en fullständig analys av fondens hela mandatstruktur.

Då reala obligationer utgick ur den strategiska portföljen för 2005 avvecklades fondens positioner under januari och februari samma år. I strategin för 2006 ingick tillgångsslaget återigen och per 2006-01-17 var mandatet ånyo aktivt. Under den tid som tillgångsslaget inte var inkluderat i den strategiska portföljen har emellertid AP3 vid olika tillfällen haft aktiva positioner i tillgångsslaget.

## **Analys av resultat**

Analysen inleds med en övergripande redovisning av vilka beslut som har bidragit till fondens totala avkastning.



Fondens ursprungliga strategi från halvårsskiftet 2001, med 49 % aktier, 44 % obligationer samt 7 % fastigheter hade, om den behållits, givit en avkastning om ca 55,5 mdkr till och med december 2006. Styrelsens beslut om ändringar av investeringsstrategi har givit ett positivt bidrag om ca 6,1 mdkr, vilket huvudsakligen härrör från strategiförändringen vid årsskiftet 2001/2002 då andelen obligationer minskades till förmån för globala aktier. Bidraget var under 2002 negativt och har sedan dess undan för undan blivit positivt. Beslutet att minska den svenska aktieandelen för 2006 har bidragit negativt. Till detta har resultatet av den aktiva förvaltningen i fonden (likvidportföljen) givit ytterligare ett positivt bidrag om ca 2,5 mdkr. Övriga resultateffekter förklaras framför allt av investeringar i onoterade bolag och bidrar positivt med ca 1,7 mdkr. Till slut har fondens kostnader uppgått till ca 1,35 mdkr. Den totala avkastningen, med hänsyn tagen till strategi- och indexändringar, den aktiva förvaltningen samt kostnader uppgår därmed till ca 64,5 mdkr.

### ***Aktiv avkastning inom likvidportföljen***

I tabellen nedan redovisas en sammanfattning av portföljresultatet före avdrag för kostnader. Resultaten avser perioden från 2001-12-31 till 2006-12-31. Detta är första året en utvärdering av den aktiva avkastningen över en femårsperiod har kunnat genomföras. Notera att fondens interna portföljstruktur kan avvika från den som presenteras i tabellen nedan vilket gör att avkastnings- och risktal som presenteras nedan inte behöver stämma överens med dem som presenteras i AP3:s redovisning.

Per 2006-12-31	Avkastning				Risk och riskjusterad	
	2006		Senaste 5 åren		avkastning, fem år	
	Portfölj %*	Relativt index	Portfölj %*	Relativt index	Aktiv risk, %	Info. kvot
Svenska aktier	25,6	0,2	11,7	-0,3	1,6	-0,18
Globala aktier	12,8	-0,3	8,4	1,0	0,8	1,21
Svenska nominella obl.	1,5	0,0	5,2	0,0	0,4	0,09
Utländska nominella obl.	1,0	0,2	4,8	0,2	1,2	0,20
Reala obligationer	0,7	0,1	-	-	0,3	0,26
Taktisk tillgångsfördelning	-0,1	-0,1	-	-	-	-
<b>AP3 - Total portfölj</b>	<b>8,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>7,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,57</b>

\* För perioder längre än ett år redovisas avkastning per år. För kortare perioder redovisas periodavkastningen.

Under 2006 har likvidportföljens avkastning varit lägre än jämförelseindex (0,2 procentenhet). Överavkastning har erhållits från svenska aktier, utländska nominella obligationer samt reala obligationer (0,2 och 0,2 respektive 0,1 procentenhet). Samtidigt har de globala aktierna gett lägre avkastning än sitt index (0,3 procentenhet) och de svenska nominella obligationerna har presterat marginellt under sitt index. För hela likvidportföljen bidrar den taktiska tillgångsfördelningen med ett negativt bidrag för 2006. Notera att det taktiska mandatet ingick i övriga tillgångslag, främst globala aktier, under perioden 2002-2005.

Utifrån fondens historiskt angivna målsättningar för aktiv avkastning blir det genomsnittliga målet 0,48 procentenheter per år efter kostnader över femårsperioden 2002 till 2006. Fondens realiserade överavkastning om 0,30 procentenheter över samma period betyder att målsättningen inte har uppnåtts.

### **Bidragsanalys inom likvidportföljen**

Per 2006-12-31	Bidrag till totala portföljens överavkastning, %-enheter per år	
	2006	Senaste 5 år
<i>Värdepappersval</i>	-0,09	0,39
Svenska aktier	0,01	-0,05
Globala aktier	-0,13	0,40
Svenska nominella obl.	-0,01	0,01
Utländska nominella obl.	0,04	0,04
Reala obligationer	0,00	-0,01
<i>Taktisk tillgångsfördelning</i>	-0,06	-0,09
Tillgångsslag	0,03	-0,07
Overlay	-0,09	-0,02
<b>AP3 - Total portfölj</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,30</b>

Under 2006 har fonden totalt haft ett negativt bidrag från aktivitet inom likvidportföljen. Det är framförallt den globala aktieförvaltningen som ger ett negativt bidrag men även svenska nominella obligationer bidrar negativt. Tillgångsslagen svenska aktier, utländska nominella obligationer samt reala obligationer ger alla positiva bidrag.

Detta är första året då det taktiska overlaymandatets bidrag särredovisas. Allokeringen inom tillgångsslagen har bidragit positivt samtidigt som overlaymandatet har bidragit negativt.

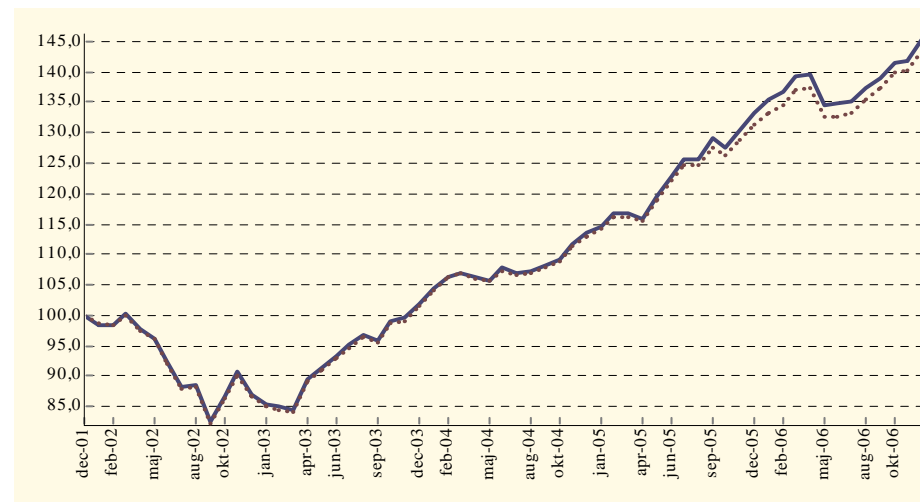
Det totala bidraget under de senaste 5 åren uppgår till 0,30 procentenhet per år. Bidraget härrör framförallt ifrån värdepappersvalet inom globala aktier (0,40 procentenheter) men dämpas något av det negativa bidraget ifrån den taktiska tillgångsallokeringen (0,09 procentenhet). Det bör emellertid noteras att bidragen ifrån de olika värdepappersvalen inte är helt rättvisande då overlaymandatets bidrag inte har kunnat avskiljas för åren innan 2006.

## AP3 - Total portfölj

## Nyckeltal sedan start

<b>Marknadsvärde (KSEK)</b>	200 446 255	<b>Beta</b>	1,01
<b>Avkastning - portfölj</b>	7,7%	<b>Förklaringsgrad</b>	1,00
<b>Avkastning - index</b>	7,4%	<b>Tracking Error</b>	0,5%
<b>Skillnad</b>	0,3%	<b>Info kvot</b>	0,57
<b>Standardavvik - portfölj</b>	8,0%	<b>Jensens alfa</b>	0,3%
<b>Standardavvik - index</b>	7,9%	<b>Avk/stdav - dito Index</b>	0,03
		<b>Konsistens</b>	55,0%

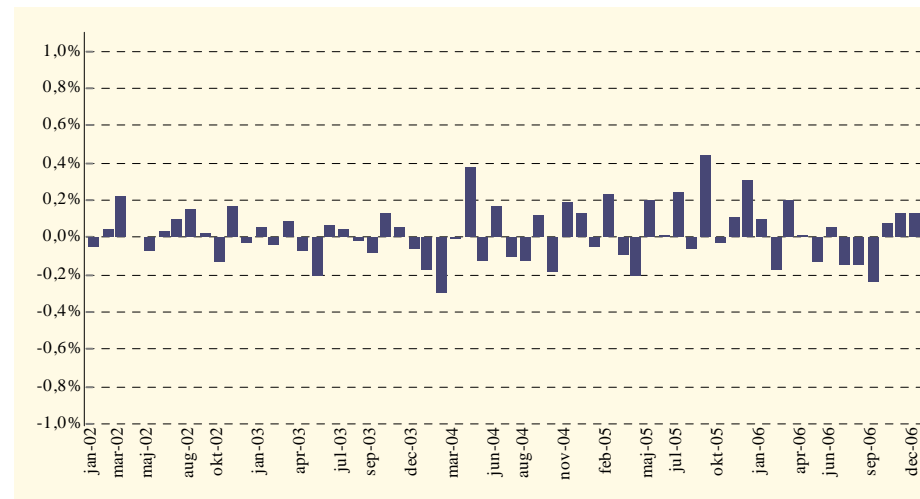
## Portföljtillväxt jämfört med index



## Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>MV (MSEK)</b>	200 446,3	184 464,0	155 113,0	138 281,7	116 376,7	n.a.
<b>Portfölj</b>	8,9%	17,4%	11,4%	17,3%	-13,1%	n.a.
<b>Index</b>	9,1%	16,1%	11,4%	17,3%	-13,5%	n.a.
<b>Skillnad</b>	-0,2%	1,3%	0,0%	0,0%	0,4%	n.a.
<b>Senaste</b>	<b>3 mån</b>	<b>6 mån</b>	<b>1 år</b>	<b>2 år</b>	<b>3 år</b>	<b>4 år</b>
<b>Portfölj</b>	4,5%	7,7%	8,9%	13,1%	12,5%	13,7%
<b>Index</b>	4,2%	7,9%	9,1%	12,5%	12,2%	13,4%
<b>Skillnad</b>	0,3%	-0,2%	-0,2%	0,5%	0,3%	0,3%

## Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad

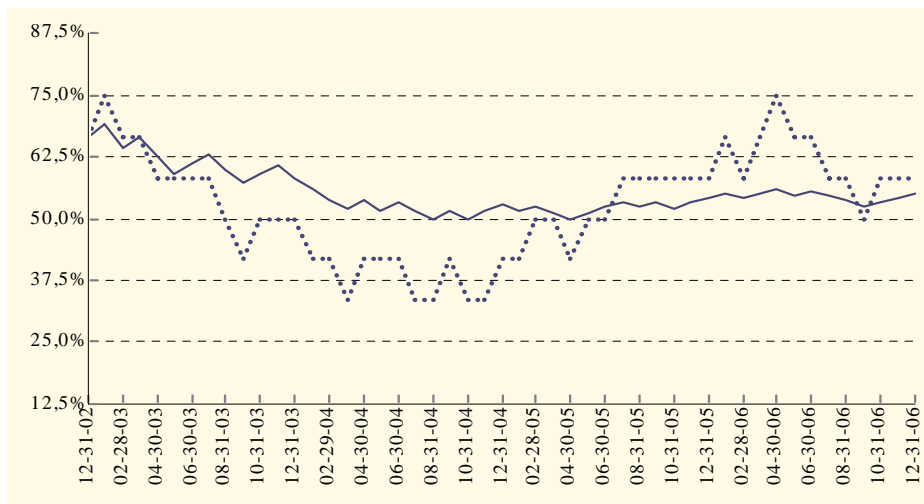


— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP3 - BM Total portfölj

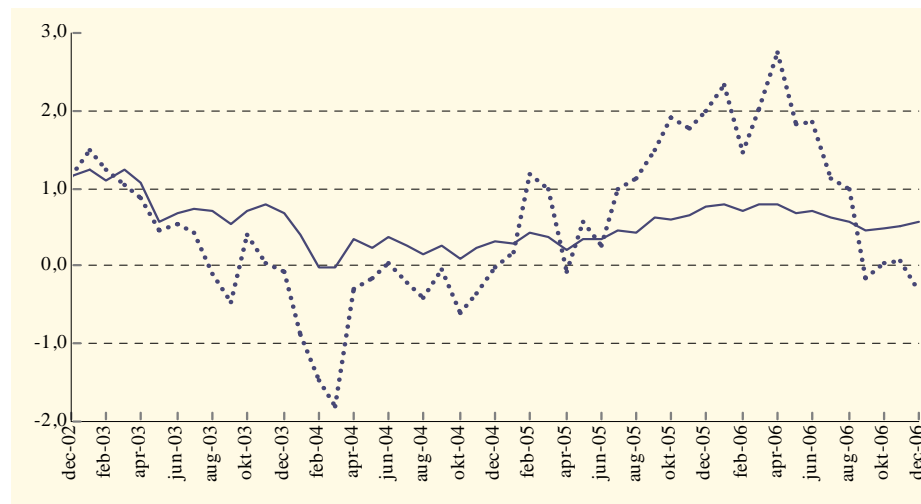


AP3 - Total portfölj

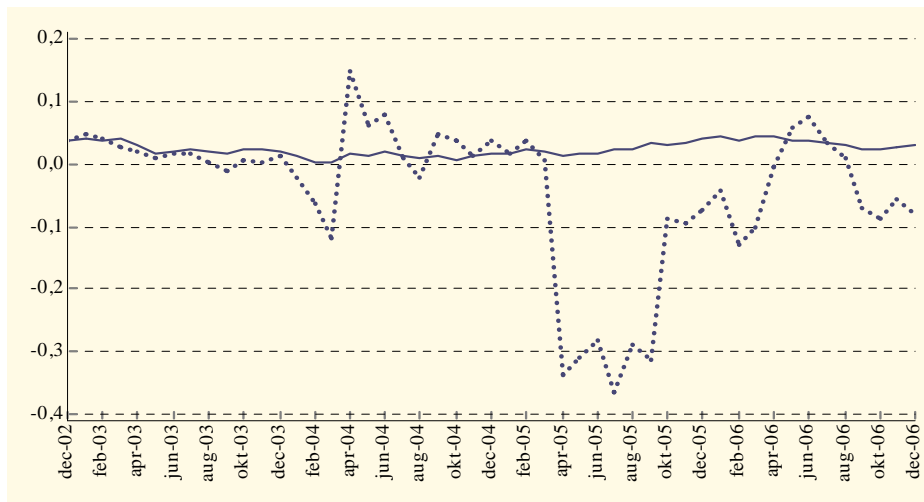
Consistency



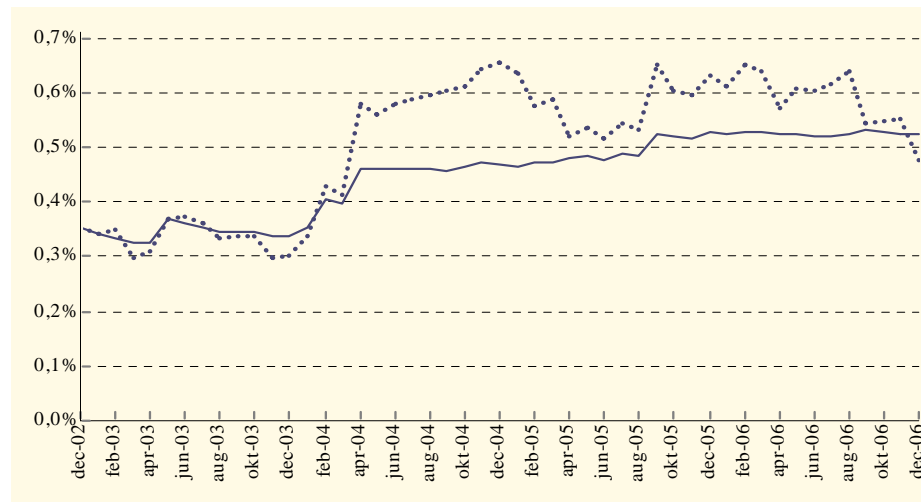
Information quotient



Sharpe index



Tracking error



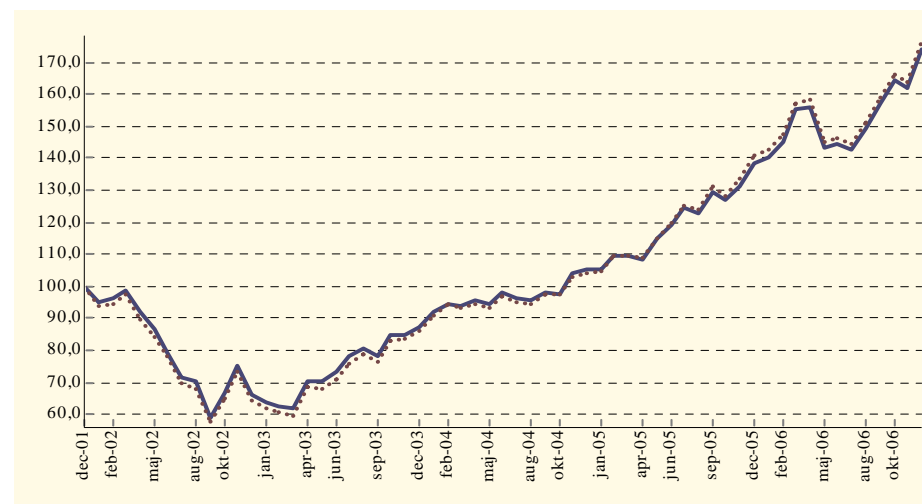
— Portfölj Ackumulerat    - - - - Portfölj Rullande 12 mån

## AP3 - Svenska aktier

## Nyckeltal sedan start

<b>Marknadsvärde (KSEK)</b>	26 801 417	<b>Beta</b>	0,97
<b>Avkastning - portfölj</b>	11,7%	<b>Förklaringsgrad</b>	0,99
<b>Avkastning - index</b>	12,0%	<b>Tracking Error</b>	1,6%
<b>Skillnad</b>	-0,3%	<b>Info kvot</b>	-0,18
<b>Standardavvik - portfölj</b>	19,2%	<b>Jensens alfa</b>	-0,1%
<b>Standardavvik - index</b>	19,7%	<b>Avk/stdav - dito Index</b>	0,00
		<b>Konsistens</b>	45,0%

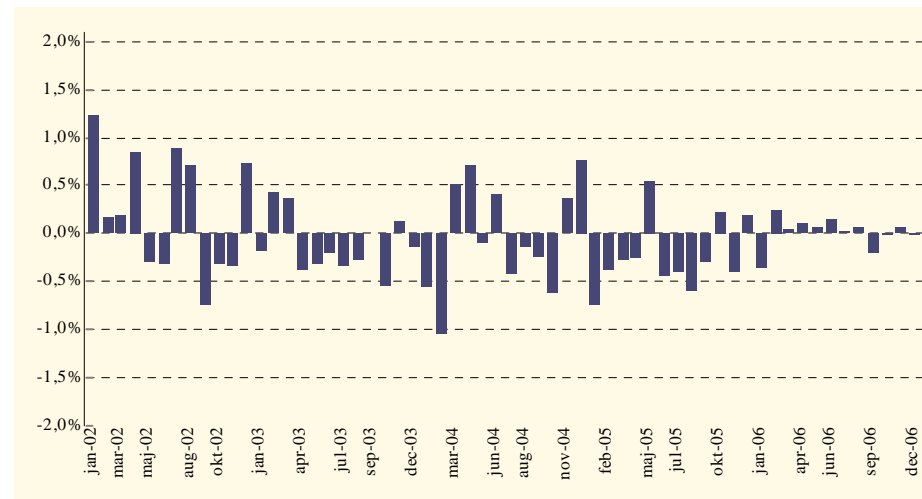
## Portföljtillväxt jämfört med index



## Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>MV (MSEK)</b>	26 801,4	29 440,5	26 928,8	23 519,7	19 153,8	n.a.
<b>Portfölj</b>	25,6%	31,7%	20,3%	32,4%	-33,9%	n.a.
<b>Index</b>	25,4%	35,5%	20,8%	34,2%	-35,9%	n.a.
<b>Skillnad</b>	0,2%	-3,7%	-0,4%	-1,7%	2,0%	n.a.
<b>Senaste</b>	<b>3 mån</b>	<b>6 mån</b>	<b>1 år</b>	<b>2 år</b>	<b>3 år</b>	<b>4 år</b>
<b>Portfölj</b>	10,9%	20,4%	25,6%	28,6%	25,8%	27,4%
<b>Index</b>	10,9%	20,5%	25,4%	30,3%	27,1%	28,8%
<b>Skillnad</b>	0,0%	-0,1%	0,2%	-1,7%	-1,3%	-1,4%

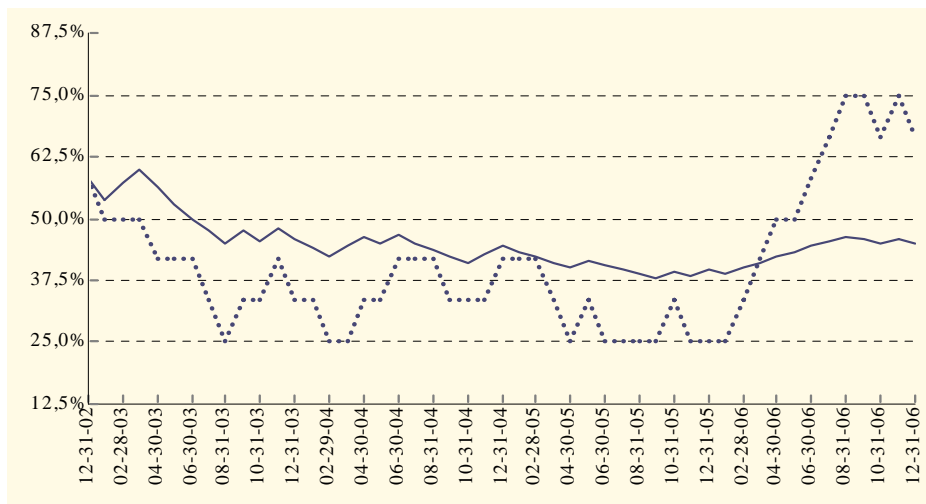
## Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



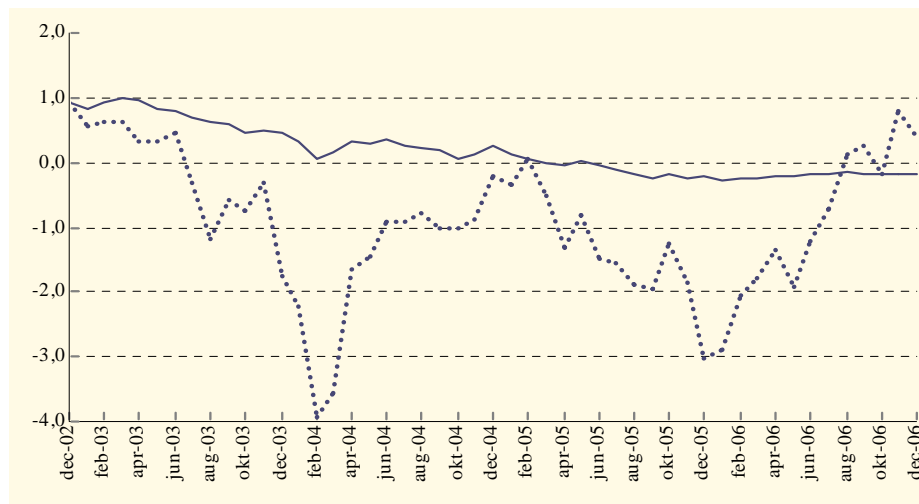
— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP3 - BM Svenska aktier

AP3 - Svenska aktier

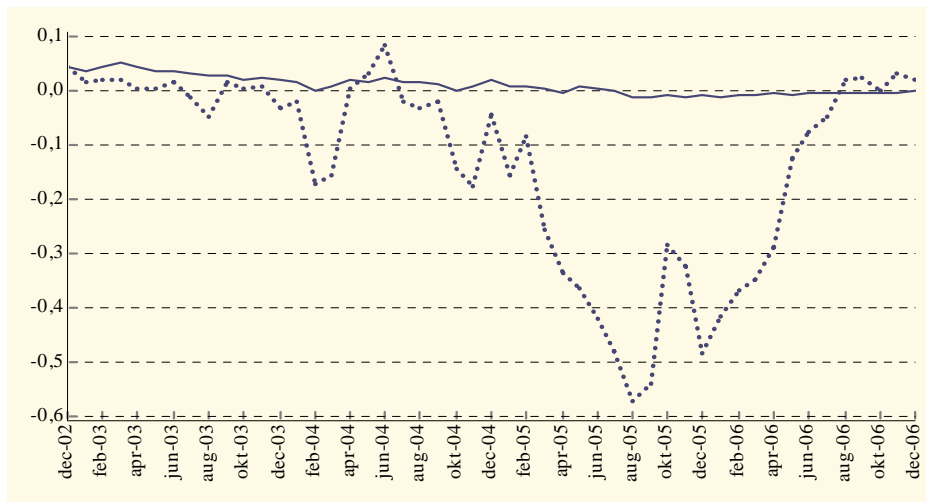
Consistency



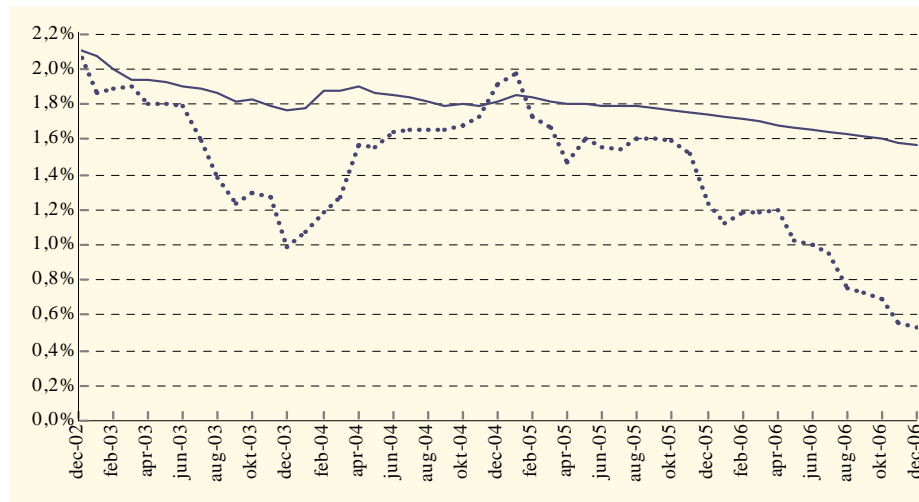
Information quotient



Sharpe index



Tracking error



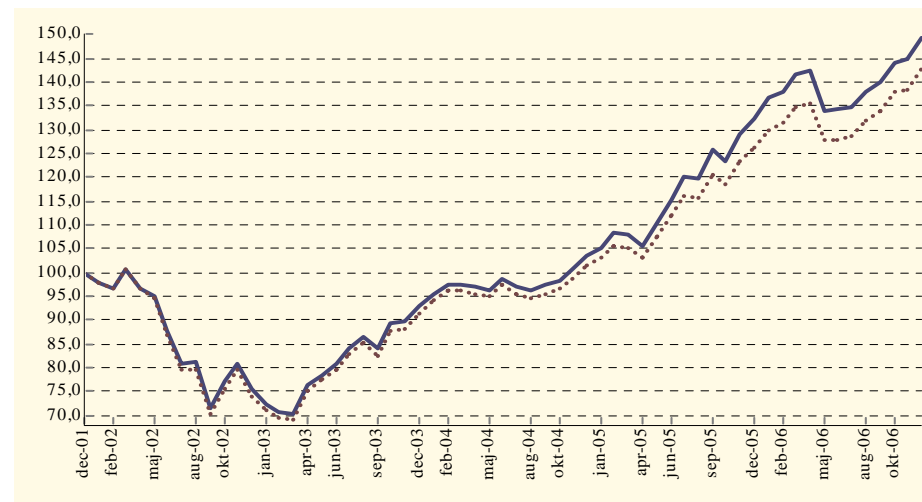
— Portföli Ackumulerat    - - - - Portföli Rullande 12 mån

## AP3 - Globala aktier

## Nyckeltal sedan start

<b>Marknadsvärde (KSEK)</b>	88 792 254	<b>Beta</b>	1,00
<b>Avkastning - portfölj</b>	8,4%	<b>Förklaringsgrad</b>	1,00
<b>Avkastning - index</b>	7,4%	<b>Tracking Error</b>	0,8%
<b>Skillnad</b>	1,0%	<b>Info kvot</b>	1,21
<b>Standardavvik - portfölj</b>	13,0%	<b>Jensens alfa</b>	1,0%
<b>Standardavvik - index</b>	13,1%	<b>Avk/stdav - dito Index</b>	0,08
		<b>Konsistens</b>	58,3%

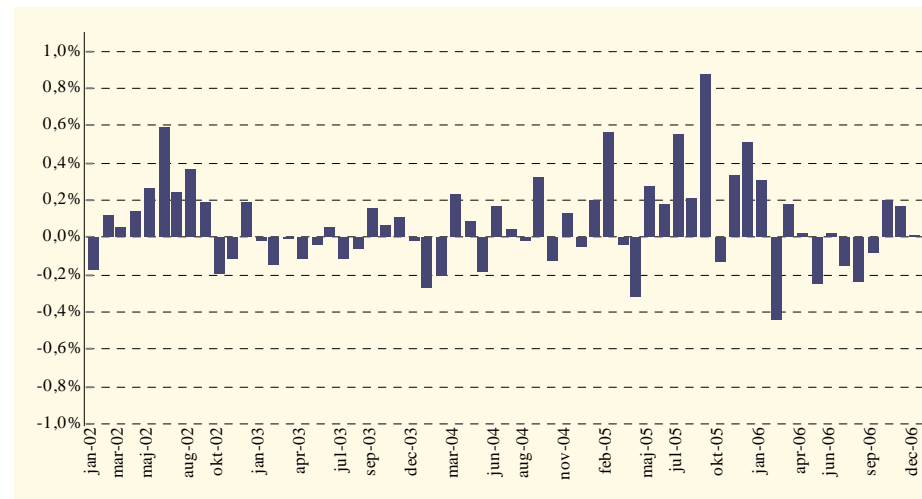
## Portföljtillväxt jämfört med index



## Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>MV (MSEK)</b>	88 792,3	78 129,5	60 425,5	56 154,5	48 197,0	n.a.
<b>Portfölj</b>	12,8%	27,9%	11,6%	23,0%	-24,5%	n.a.
<b>Index</b>	13,1%	24,0%	11,4%	23,1%	-25,8%	n.a.
<b>Skillnad</b>	-0,3%	3,9%	0,2%	-0,1%	1,4%	n.a.
<b>Senaste</b>	<b>3 mån</b>	<b>6 mån</b>	<b>1 år</b>	<b>2 år</b>	<b>3 år</b>	<b>4 år</b>
<b>Portfölj</b>	6,8%	11,3%	12,8%	20,1%	17,2%	18,6%
<b>Index</b>	6,4%	11,4%	13,1%	18,4%	16,1%	17,8%
<b>Skillnad</b>	0,4%	-0,1%	-0,3%	1,7%	1,1%	0,8%

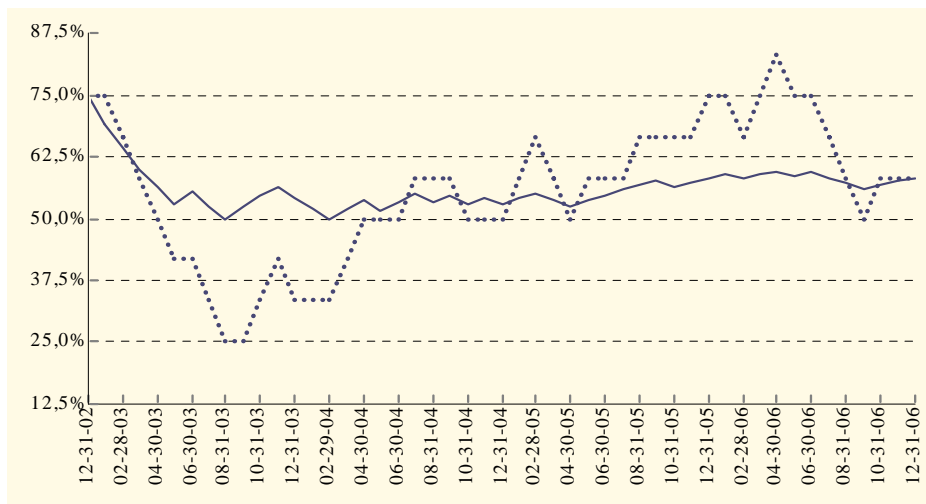
## Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



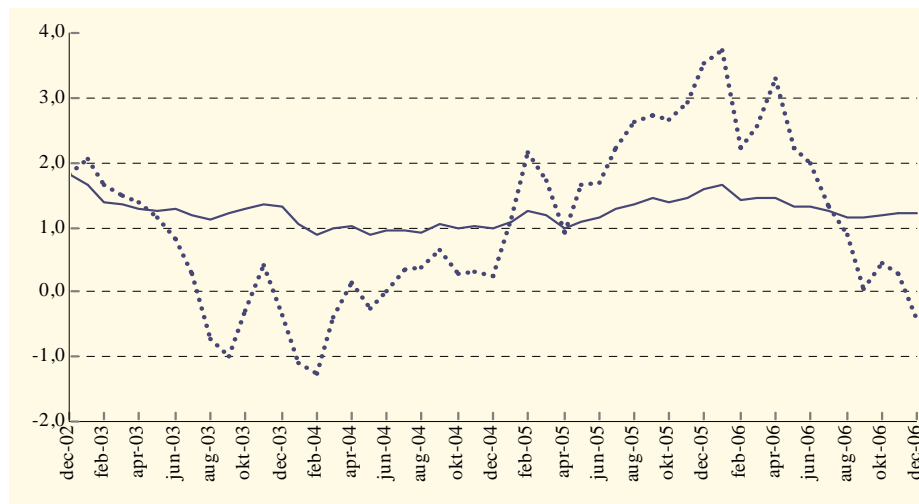
— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP3 - BM Globala aktier

AP3 - Globala aktier

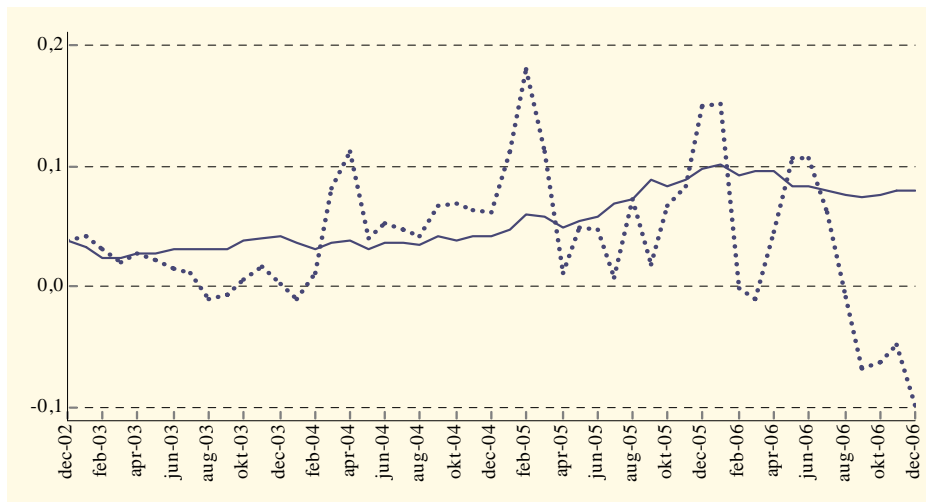
Consistency



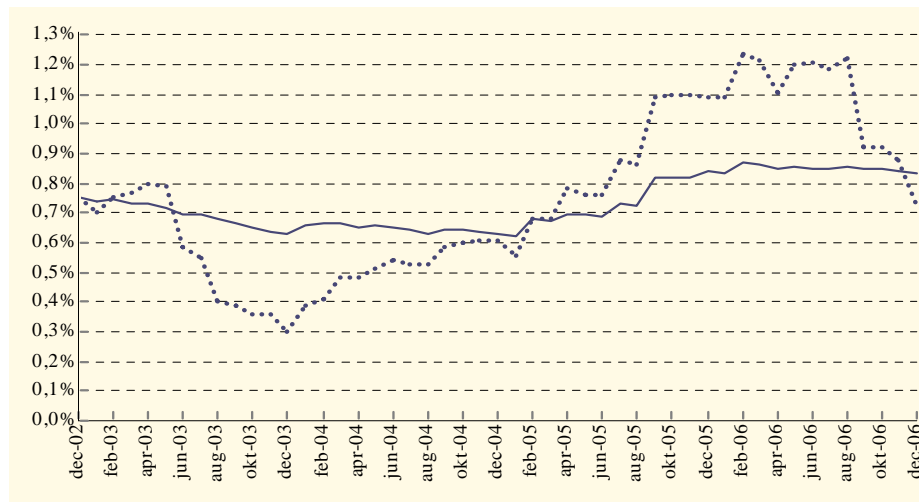
Information quotient



Sharpe index



Tracking error



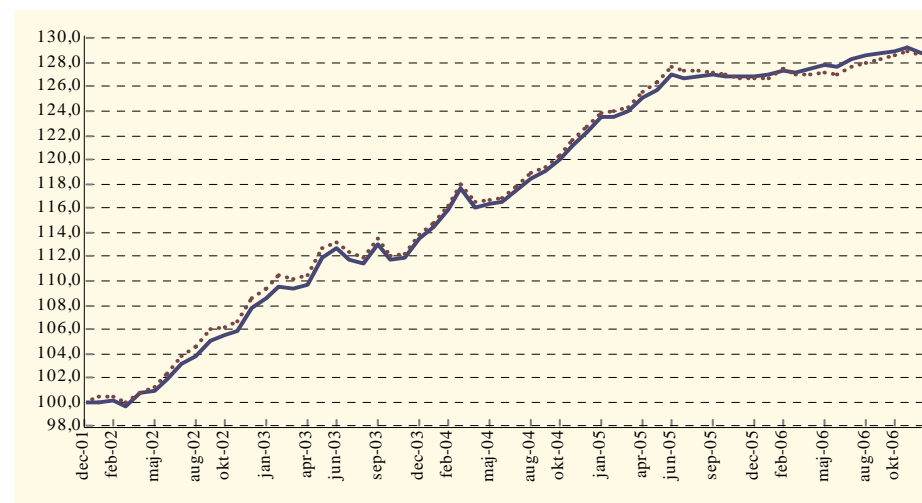
— Portföli Ackumulerat    - - - - Portföli Rullande 12 mån

## AP3 - Svenska nominella obligationer

## Nyckeltal sedan start

<b>Marknadsvärde (KSEK)</b>	23 479 488	<b>Beta</b>	0,97
<b>Avkastning - portfölj</b>	5,2%	<b>Förklaringsgrad</b>	0,96
<b>Avkastning - index</b>	5,2%	<b>Tracking Error</b>	0,4%
<b>Skillnad</b>	0,0%	<b>Info kvot</b>	0,09
<b>Standardavvik - portfölj</b>	2,2%	<b>Jensens alfa</b>	0,1%
<b>Standardavvik - index</b>	2,3%	<b>Avk/stdav - dito Index</b>	0,06
		<b>Konsistens</b>	55,0%

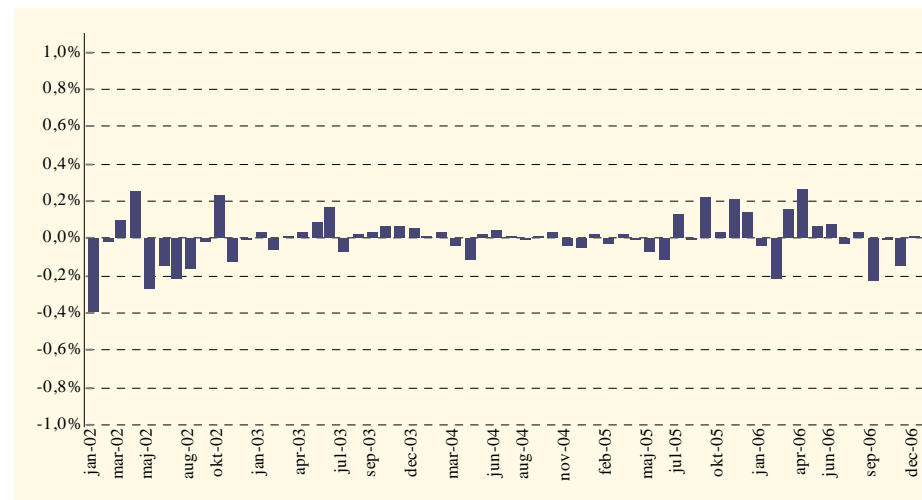
## Portföljtillväxt jämfört med index



## Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>MV (MSEK)</b>	23 479,5	32 429,5	28 344,1	25 720,1	19 721,8	n.a.
<b>Portfölj</b>	1,5%	3,8%	7,7%	5,4%	7,7%	n.a.
<b>Index</b>	1,5%	3,2%	7,8%	4,9%	8,5%	n.a.
<b>Skillnad</b>	0,0%	0,6%	-0,1%	0,5%	-0,8%	n.a.
<b>Senaste</b>	<b>3 mån</b>	<b>6 mån</b>	<b>1 år</b>	<b>2 år</b>	<b>3 år</b>	<b>4 år</b>
<b>Portfölj</b>	0,1%	1,0%	1,5%	2,7%	4,3%	4,6%
<b>Index</b>	0,2%	1,3%	1,5%	2,4%	4,2%	4,3%
<b>Skillnad</b>	-0,1%	-0,4%	0,0%	0,3%	0,2%	0,2%

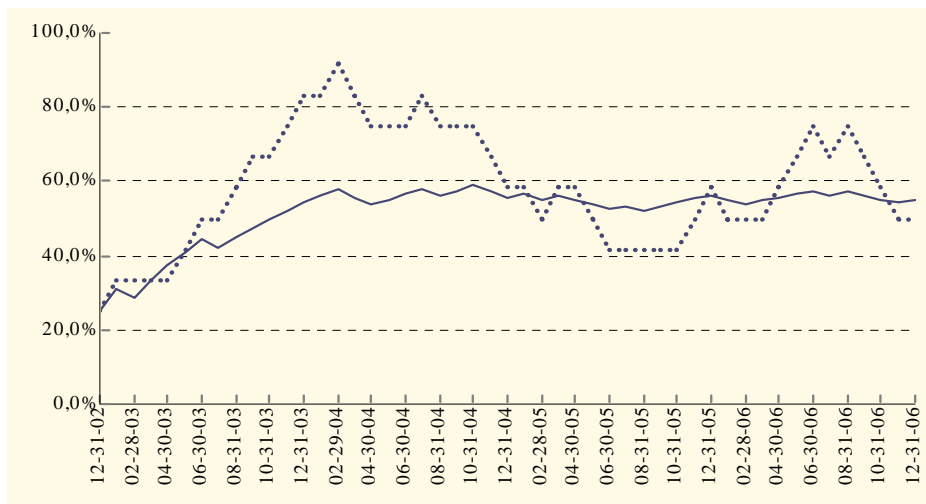
## Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



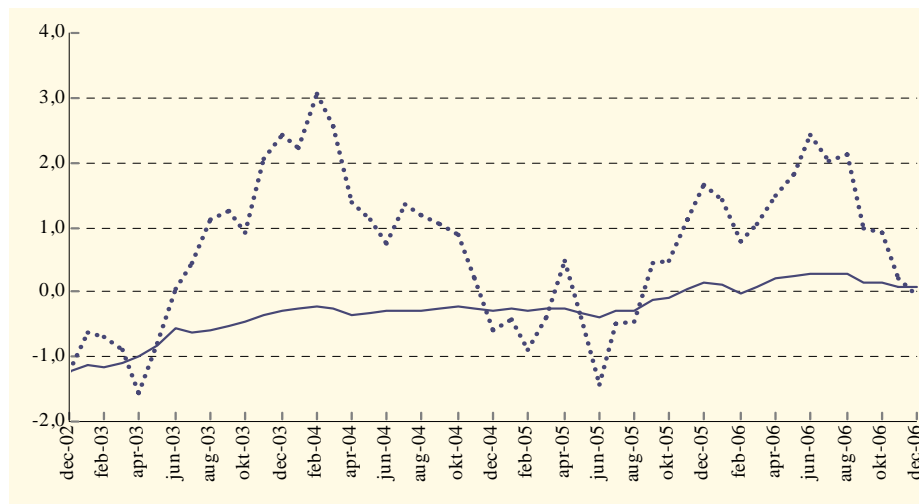
— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP3 - BM Svenska nominella obligationer

AP3 - Svenska nominella obligationer

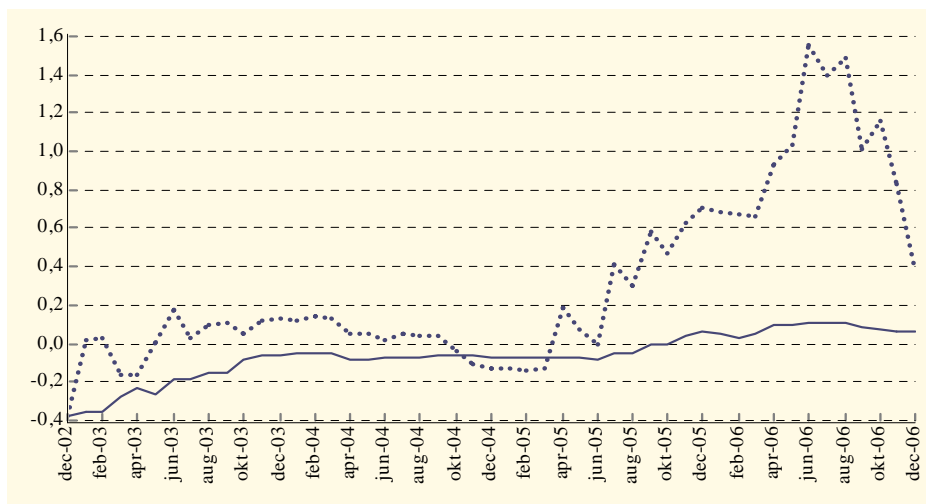
Consistency



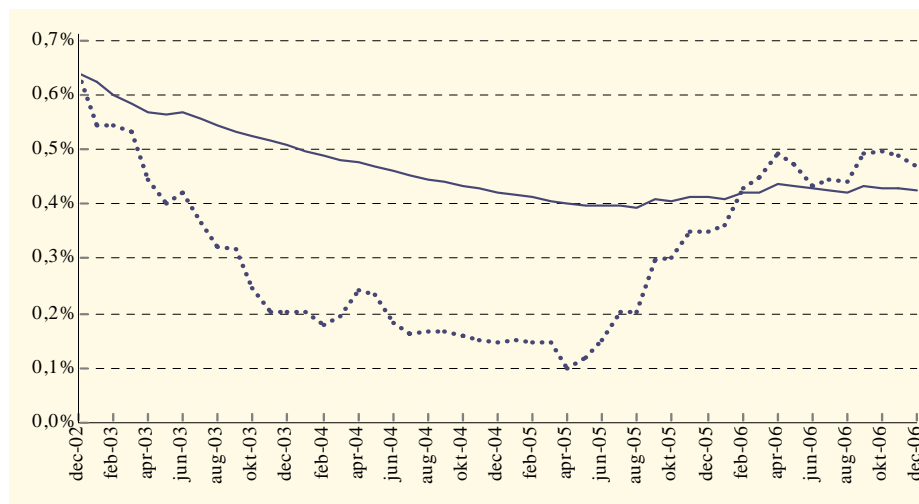
Information quotient



Sharpe index



Tracking error



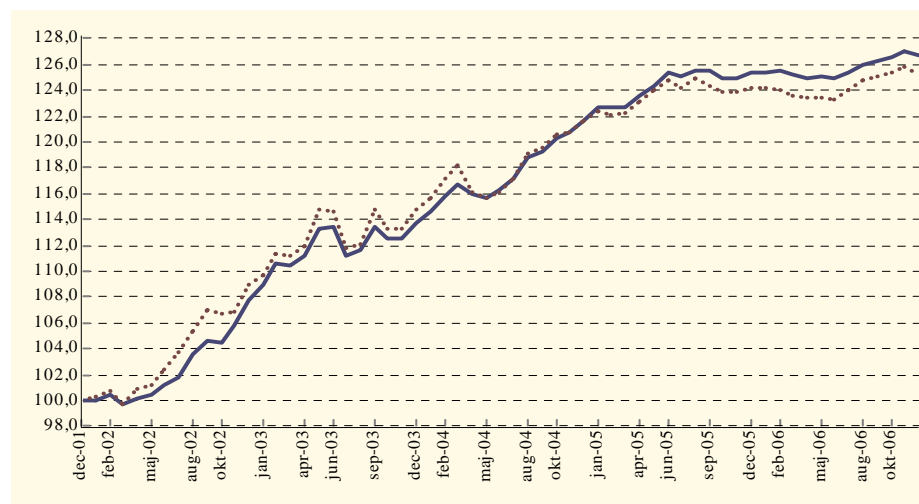
— Portfölj Ackumulerat    - - - - Portfölj Rullande 12 mån

## AP3 - Utländska nominella obligationer

## Nyckeltal sedan start

<b>Marknadsvärde (KSEK)</b>	46 482 422	<b>Beta</b>	0,73
<b>Avkastning - portfölj</b>	4,8%	<b>Förklaringsgrad</b>	0,88
<b>Avkastning - index</b>	4,6%	<b>Tracking Error</b>	1,2%
<b>Skillnad</b>	0,2%	<b>Info kvot</b>	0,20
<b>Standardavvik - portfölj</b>	2,4%	<b>Jensens alfa</b>	0,7%
<b>Standardavvik - index</b>	3,1%	<b>Avk/stdav - dito Index</b>	0,51
		<b>Konsistens</b>	55,0%

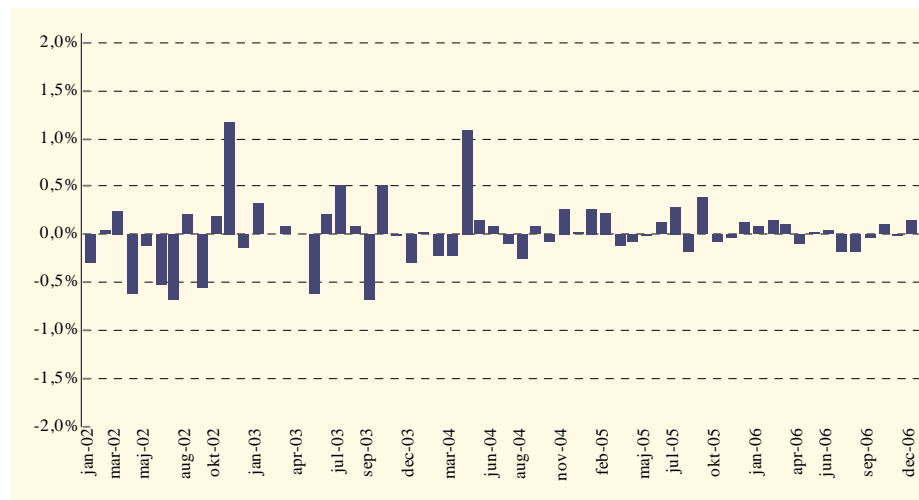
## Portföjtillväxt jämfört med index



## Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>MV (MSEK)</b>	46 482,4	44 464,5	24 757,8	22 691,0	19 527,9	n.a.
<b>Portfölj</b>	1,0%	3,1%	6,9%	5,6%	7,7%	n.a.
<b>Index</b>	0,8%	2,1%	5,9%	5,5%	8,9%	n.a.
<b>Skillnad</b>	0,2%	1,0%	1,0%	0,2%	-1,2%	n.a.
<b>Senaste</b>	<b>3 mån</b>	<b>6 mån</b>	<b>1 år</b>	<b>2 år</b>	<b>3 år</b>	<b>4 år</b>
<b>Portfölj</b>	0,4%	1,4%	1,0%	2,1%	3,6%	4,1%
<b>Index</b>	0,1%	1,6%	0,8%	1,5%	2,9%	3,6%
<b>Skillnad</b>	0,2%	-0,2%	0,2%	0,6%	0,7%	0,6%

## Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad

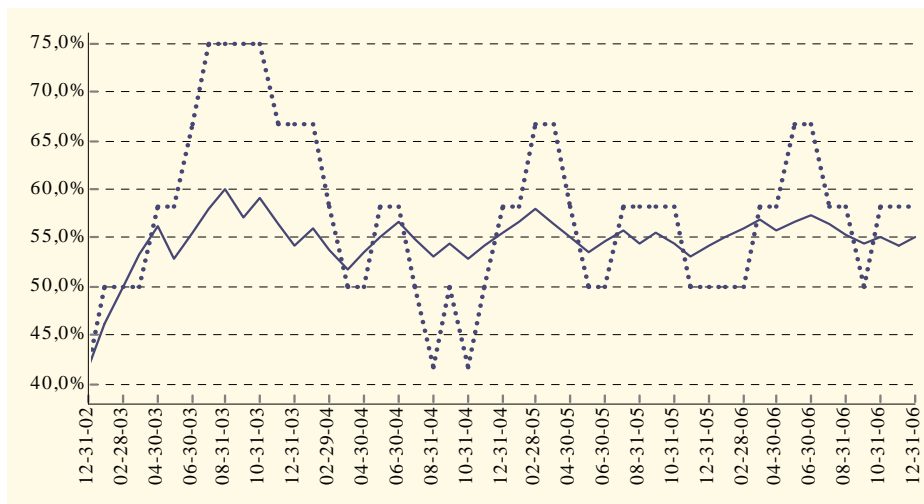


— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP3 - BM Utländska nominella obligationer

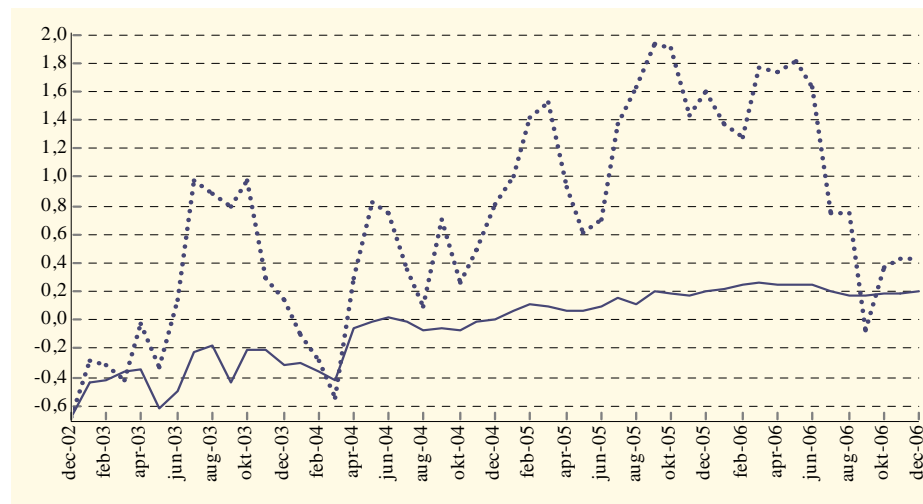


AP3 - Utländska nominella obligationer

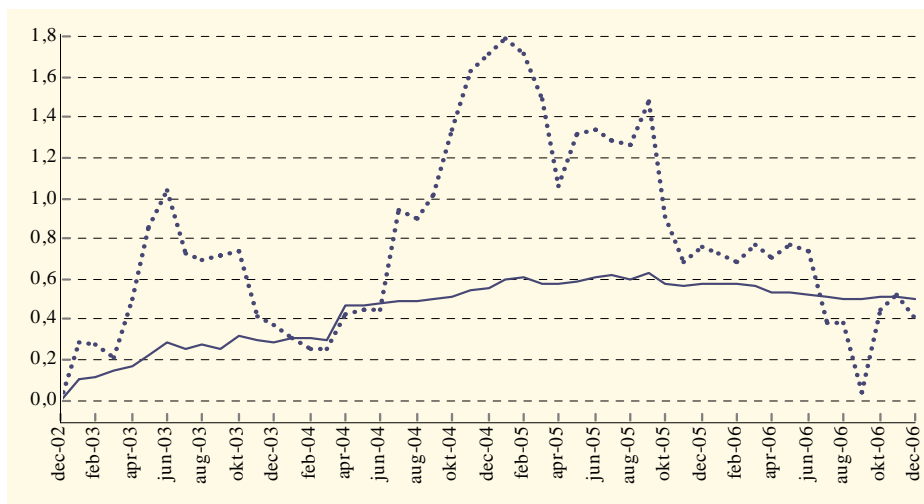
Consistency



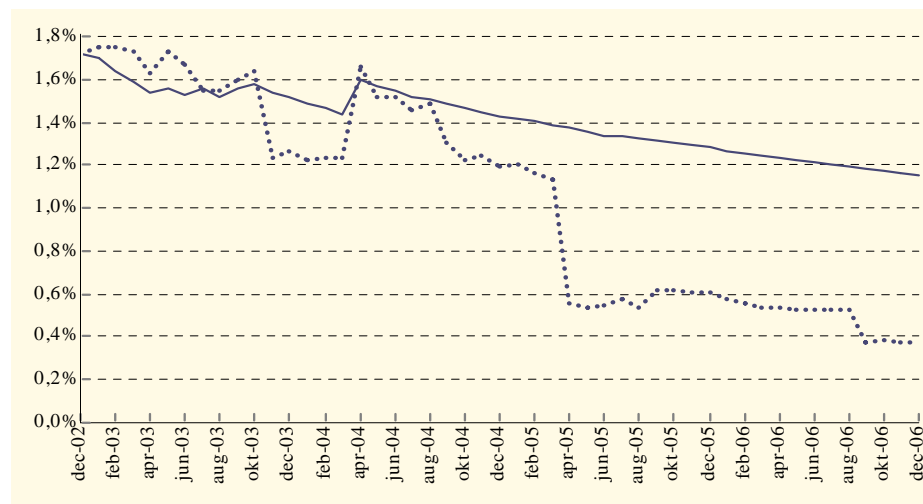
Information quotient



Sharpe index



Tracking error



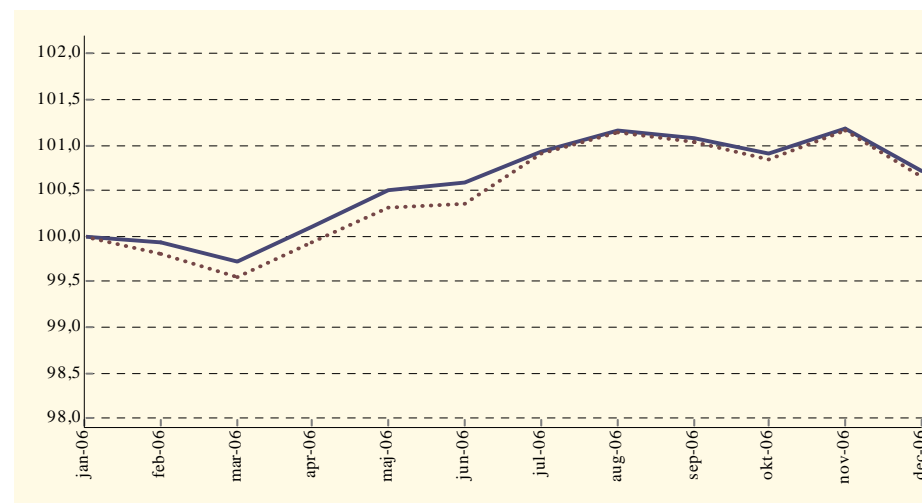
— Portföli Ackumulerat    - - - - - Portföli Rullande 12 mån

## AP3 - Reala obligationer

## Nyckeltal sedan start

<b>Marknadsvärde (KSEK)</b>	15 022 733	<b>Beta</b>	0,84
<b>Avkastning - portfölj</b>	0,7%	<b>Förklaringsgrad</b>	0,96
<b>Avkastning - index</b>	0,7%	<b>Tracking Error</b>	0,3%
<b>Skillnad</b>	0,1%	<b>Info kvot</b>	0,26
<b>Standardavvik - portfölj</b>	0,9%	<b>Jensens alfa</b>	-0,2%
<b>Standardavvik - index</b>	1,1%	<b>Avk/stdav - dito Index</b>	0,18
		<b>Konsistens</b>	72,7%

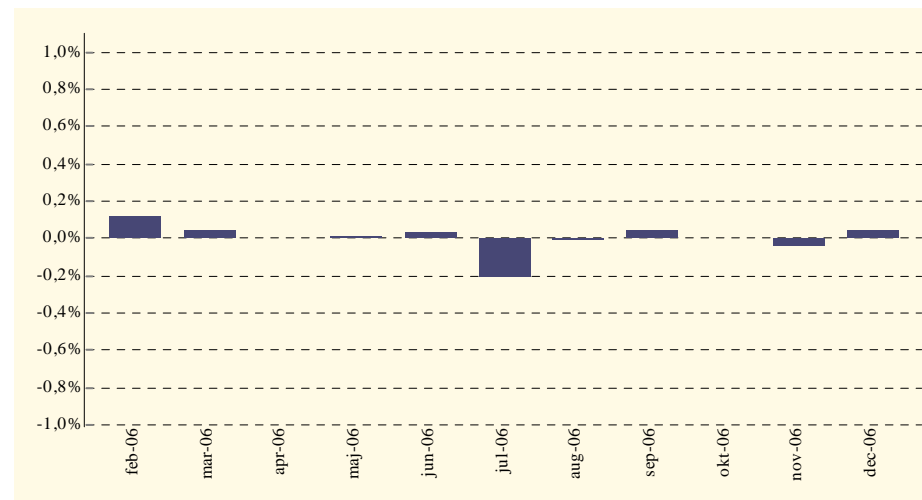
## Portföljtillväxt jämfört med index



## Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>MV (MSEK)</b>	15 022,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Portfölj</b>	0,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Index</b>	0,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Skillnad</b>	0,1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Senaste</b>	<b>3 mån</b>	<b>6 mån</b>	<b>1 år</b>	<b>2 år</b>	<b>3 år</b>	<b>4 år</b>
<b>Portfölj</b>	-0,4%	0,1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Index</b>	-0,4%	0,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Skillnad</b>	0,0%	-0,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

## Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP3 - BM Reala obligationer

## Rapport – Fjärde AP-fonden

### Målsättning och styrvariabler

Fondens inledande målsättning vid år 2001 var att uppnå en avkastning som långsiktigt överstiger utvecklingen av inkomstindex som är det index som både pensioner och avgifter skrivs upp med och på detta sätt vara till gagn för det allmänna pensionssystemet. Vidare var målsättningen för den långsiktiga avkastningen att fonden skall ha en sådan styrka att en buffertfunktion kan upprätthållas efter en 40-årsperiod. Mot bakgrund av den övergripande målsättningen angav även fonden att en överavkastning motsvarande 3 procentenheter utöver avkastningen för inkomstindex var nödvändig för att kunna fungera som en likviditetsreserv i pensionssystemet efter år 2040. Kravet på överavkastningen är inte en styrande målvariabel, utan skall betraktas som den indikativa nivå som är nödvändig att uppnå. Fonden betonade även den långsiktighet som skall präglå såväl analys vid beslut om investeringsstrategi som utvärdering av måluppfyllnad

I samband med den ALM-analys som genomfördes år 2003 uttrycktes även målet med fondens förvaltning i termer av att den förväntade balanseringseffekten bör mimimeras. Balanseringseffekten definieras som skillnaden mellan pensionskulden med och utan balansering i procent, och målet för förvaltningen avvägs sedan mot den bedömda risken för att en balansering kommer att inträffa.

Inför år 2007 har fonden uttryckt att den långsiktiga reala avkastningen ska vara 4,5 % per år för att den övergripande målsättningen om höga och stabila pensioner ska infrias.

### Utveckling av den strategiska portföljen

#### *Utveckling av investeringsstrategi*

Vid slutet av 2006 utgjordes investeringsstrategin inom AP4 av 61 % aktier, 37 % nominella obligationer och 2 % fastigheter. AP4 betraktar inte svenska och utländska obligationer som separata strategiska tillgångsslag ur ett operativt förvaltningsperspektiv. För att skapa jämförbarhet mellan AP-fonderna särredovisas emellertid fördelningen i referensindex i tabellen nedan. Tabellen nedan visar utvecklingen av investeringsstrategin:

Tillgångsklasser	dec-06	dec-05	dec-04	dec-03	dec-02	dec-01	jun-01
Fastigheter	2,0	2,0	2,0	2,0	-	-	-
Svenska aktier	19,0	19,0	19,0	19,0	20,0	22,5	22,5
Globala aktier	42,0	42,0	42,0	42,0	42,5	40,0	40,0
Svenska nominella obl.	16,7	16,7	16,7	16,7	16,9	16,9	14,6
Utländska nominella obl.	20,4	20,4	20,4	20,4	20,6	20,6	17,9
Svenska reala obl.	-	-	-	-	-	-	5,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Valutaexponering	15,0	10,0	20,0	18,0	18,0	14,0	11,0

Beslutet om den inledande investeringsstrategin för år 2001 fattades efter en omfattande analys av skuldsidan. Den totala aktievikten utgjorde den största andelen av portföljen. Vikten sattes till 62,5 % för att skapa en tillräcklig marginal till den maximalt tillåtna andelen på 70 %. Andelen svenska aktier utgjorde 22,5 % av den totala portföljen, vilket innebar en överviktning jämfört med hur stor andel svenska aktier som utgörs av den globala aktiemarknaden. Beslutet motiverades med fondens tidigare erfarenheter av förvaltning av svenska aktier. Givet erfarenheten och de kunskaper som etablerats bör man kunna ställa ett högre resultatkrav på detta förvaltningsområde, och dessutom förväntades den svenska aktiemarknaden ha en högre avkastning och högre risk jämfört med en global aktiemarknad. En högre strategisk allokering till svenska aktier än vad som indikerats i ALM-analyser borde därmed öka möjligheterna att nå avkastningsmålet. Emellertid skulle detta beslut omprövas i takt med att erfarenheterna av att nå avkastningsmål på internationella marknader ökade. Fonden hade även möjlighet att investera i onoterade tillgångar upp till 2,5 % av den totala portföljen. Sådana investeringar betraktades som en del av aktieportföljen. Fonden ansåg att reala obligationer borde ingå i investeringsstrategin mot bakgrunden av långsiktigheten i förvaltningen och skuldernas reala tillväxt. På grund av den låga likviditeten och små utsikter för att skapa meravkastning begränsades dock vikten till 5 procent. Det beslutades även att fondens öppna valutaexponering för 2001 borde uppgå till den maximalt tillåtna nivån (15 %).

Inför 2002 gjordes en översyn av investeringsstrategin. I samband med denna beslutades det att reala obligationer exkluderas som tillgångsslag samtidigt som nominella obligationer ökas i motsvarande utsträckning. Emellertid hade fonden fortfarande möjlighet att investera i reala obligationer (svenska och utländska) för taktiska syften. De främsta skälen till beslutet var att reala obligationer förväntades ha en lägre avkastning än nominella obligationer samt att marknaden för dessa obligationer är relativt liten med begränsad likviditet. Investeringar i reala obligationer medför visserligen goda egenskaper vad gäller kopplingen mellan tillgångarna och åtagandet. Fonden bedömde dock att denna positiva effekt även kunde erhållas via placeringar i nominella obligationer, vilket stöds av de interna analyser som fonden hade genomfört. Ytterligare en förändring gjordes inom aktieportföljen, där den svenska aktieandelen minskades något och den utländska ökades. För valutaexponeringen utgick fonden från importstorlekens andel av svensk konsumtion och fördelningen av denna på olika valutaområden. På sikt innebar detta att valutaexponeringen tilläts upp till 30 % av totalportföljen. Anpassningen till denna nivå planerades att ske stegvis med fem procentenheter per år.

År 2003 fattades ett beslut gällande den strategiska valutaexponeringen. På grund av den kommande folkomröstningen avseende EMU-medlemskap valde fonden att avvakta med genomförandet av den tidigare beslutade långsiktiga strategin då utgången av valresultatet får konsekvenser för fondens valutaexponering.

Beslutet om investeringsstrategin 2004 innebar att fastigheter togs in i den strategiska portföljen med en vikt på 2 % för att bättre spegla fondens faktiska placeringar. Som en konsekvens minskades den totala aktieandelen från 62,5 till 61 % och andelen räntebärande tillgångar från 37,5 till 37 %. Svenska aktiers andel inom aktieportföljen reducerades samtidigt från 32 till 31,1 %. Styrelsen beslutade också att ta bort japanska räntor från den strategiska portföljen, dels till följd av att den förväntade portföljvinsten inte förbättrades nämnvärt genom att diversifiera ränteportföljen mellan olika valutaområden men även på grund av den aktuella värderingen för denna marknad. Inför 2004

övervägde också fonden investeringar i tillväxtmarknadsaktier, onotorade aktier samt hedgefonder. Fonden beslutade att inte inkludera dessa tillgångsklasser i investeringsstrategin, men däremot att tillåta dem för taktiskt positionstagande. Valutaexponeringen uppgick inledningsvis till 18 % av totalportföljen vilket planerades att successivt öka till 23 % under året. Mot bakgrund av en värderingsanalys av den svenska kronan samt undersökningar som visade att växelkursförändringar har lägre än 30 procents påverkan på konsumentpriser och inkomstindex, beslutades det emellertid i augusti att valutaexponeringen fick uppgå till maximalt 20 % under den resterande delen av året.

Den strategiska portföljen fastställdes utan ändringar inför 2005. Under året diskuterades investeringar i tillväxtmarknader som en del av den strategiska portföljen och i slutet av året togs ett villkorat beslut att fonden får investera 3 % av totala tillgångarna i tillväxtmarknader. Valutaexponeringen fastställdes inledningsvis till 20 % för år 2005. Före utgången av 2005 togs beslutet att minska valutaexponeringen till 10 %. Under år 2006 förstärktes kronan och fonden beslutade att öka valutaexponeringen till 15 % i december. Under året inleddes även en översyn av ALM-studien. Jämfört med tidigare år kommer större hänsyn tas till aktuell marknadsvärdering i ett medelfristigt perspektiv (ca 3-5 år) vid beslut om den strategiska portföljen. ALM-studien visade att den optimala andelen svenska aktier i normalportföljen bör uppgå till 8 %. Fonden motiverar dock den nuvarande höga svenska aktieandelen (19 %) med att svenska aktier historiskt har haft högre avkastning än globala aktier, samt att effekter som bl.a. bättre transparens och öppnare ägarstyrning på den svenska aktiemarknaden ger möjlighet för en högre förväntad aktiv avkastning. Fonden har därför beslutat att tills vidare behålla andelen svenska aktier till 19 %. Vidare visar även ALM-studien att den optimala andelen totala aktier i normalportföljen uppgår till ca 70 % eller mer. Ökningen av den optimala aktieandelen motiveras bl. a. av att eventuella överskott kommer att delas ut. Emellertid begränsas allokeringens utrymme till aktier av att minst 30 % av fondens tillgångar enligt lag måste vara placerade i räntebärande tillgångar, minst 2 % av tillgångarna skall placeras i fastigheter och 3 procentenheter bör finnas som marginal. Slutligen har fonden bestämt att aktieandelen bör begränsas med ytterligare fyra procentenheter för att ge utrymme för aktiv allokering. Slutsatsen blir att normalportföljens aktieandel ska ligga kvar på 61 %.

För tillväxtmarknadsaktier är studiens slutsats att normalportföljen bör överväga att öka andelen till 5 %. Fonden har dock tills vidare valt att begränsa andelen till 3 %.

Fonden har även beslutat att vid ingången av 2007 byta referensindex för globala aktier till ett index som ej belastas av källskatter. Orsaken till bytet är att Finansdepartementet i samband med omförhandling av dubbelbeskattningsavtalet med USA utverkat skattebefrielse för svenska pensionsfonders kapitalplaceringar från oktober 2006

### ***Målsättning för överavkastning***

I processen med att kvantifiera det totala överavkastningsmålet görs bedömningar av den förväntade överavkastningen inom respektive tillgångsslag. För varje tillgångsslag fastställs riktlinjer för maximal tillåten aktiv risk samt informationskvot.

Överavkastningsmålet för den strategiska portföljen som beslutades av styrelsen inför 2001 sattes till 1,5 procentenheter under löpande tvåårsperioder, vilket innebar en ge-

nomsnittlig årlig överavkastning motsvarande 0,75 procentenheter. Den aktiva risken för totala portföljen fick maximalt uppgå till 4 % och informationskvoten skulle i genomsnitt överstiga 0,2. Smärre justeringar av målsättningen för överavkastning gjordes i samband med beslut om investeringsstrategin för 2003 och 2004 då den genomsnittliga årliga målsättningen sätts till 0,7 procentenheter. Vid den senare revideringen ändras även målsättningen för informationskvoten som i genomsnitt skall överstiga 0,3.

Inför 2006 uppgår målet för totalportföljens överavkastning fortsatt till 0,7 procentenheter per år. De tillgångsslag som förväntas bidra till det totala överavkastningsmålet är globala aktier, svenska aktier, räntebärande tillgångar, valutaförvaltningen samt allokering. Sett till enskilda tillgångsslag har svenska aktier det högsta överavkastningsmålet (1,4 procentenhet per år).

Inför år 2007 har fondens styrelse beslutat om något lägre överavkastningsmål för portföljen. Orsaken till förändringen är bl.a. att portföljen under de första åren inte har lyckats prestera önskvärda resultat. Portföljens nya avkastningsmål är att under en tvåårsperiod uppnå en avkastning som överstiger index med 1,0 procentenhet, vilket motsvarar en årlig överavkastning på ca 0,5 procentenhet per år. Den tidigare fastställda aktiva risklimiten för den totala portföljen på fyra procent kvarstår. Vidare har även överavkastningsmålet för svenska aktier ändrats från 1,4 procentenhet per år till 0,7 procentenhet per år. Överavkastningsmålet för globala aktier är 0,7 procentenhet och för de räntebärande tillgångarna uppgår målsättningen till 0,4 procentenhet per år.

### ***Övergripande investeringsrestriktioner***

Gränsvärden för portföljens och tillgångsslagens tillåtna aktiva risk kompletteras med gränsvärden för hur mycket tillgångsslagen tillåts avvika från de strategiska vikterna i syfte att begränsa risken för att alltför stora enskilda allokeringar uppkommer. För den inledande investeringsstrategin uppgår gränsvärdena för aktie- och den nominella ränteportföljen till +/- 5 procentenheter medan reala obligationer tillåts fluktuera med +/- 2,5 procentenheter jämfört med de strategiska vikterna. Gränsvärdena har vidgats över tiden och vid utgången av 2006 gäller att den totala aktieportföljens vikt får variera mellan + 8/- 10 procentenheter från de strategiska vikterna, medan svenska och globala aktier var för sig kan anta vikter som maximalt avviker +/- 10 procentenheter. Ränteportföljens limiter uppgår till + 10/- 7 procentenheter medan fastigheter (som inkluderas i investeringsstrategin från och med 2004), ges ett spann på +/- 1 procentenhet. Portföljens totala valutaexponering kan variera med +/- 5 procentenheter från den fastställda strategiska exponeringen.

## **Portföljstrukturens utveckling**

### ***Aktiv riskbudgeteringsprocess***

Fonden aktiva riskbudgeteringsprocess har i allt väsentligt varit intakt sedan 2001. Styrelsen fastställer riskmandat för den totala portföljen och tillgångsslagen och anger ramar för förvaltningens löpande verksamhet. Utgångspunkten för förvaltningen är att skapa överavkastning relativt index genom en avvägning mellan en kombination av risker. För varje tillgångsslag fastställs avkastningsmål, utrymme för aktiv risk och am-

bitionsnivå för informationskvot. Målsättningarna anges utifrån bedömnigar av vilken aktiv avkastning som kan förväntas från de olika tillgångsslagen. De fastställda avkastningsmålen för respektive tillgångsslag utgör tillsammans det totala målet för fondens aktiva avkastning.

Inom organisationsenheterna görs en uppdelning av det givna riskutrymmet. Det fördelas på taktisk allokering, valuta och aktiva riskmandat för varje tillgångsslag. Globala aktier delas upp i internt och externt förvaltade. För de interna mandaten delas riskutrymmet upp mellan sektorallokering och förvaltning per sektor. För de externa mandaten anges riskmandaten och avkastningsmålen mot bakgrund av förvaltningsstil och analys av historiska resultat. Svenska aktier förvaltas som ett mandat med värdepappersval som nästa nivå.

### ***Intern och extern förvaltning***

Fonden avser att i första hand utnyttja intern förvaltning. Vid anlitate av externa förvaltare är de övergripande syftena att få tillgång till en bred förvaltningskompetens för att kunna optimera portföljsammansättningen med avseende på förväntad avkastning och risk, öka tillgången av information och kunskaper inom den interna organisationen samt för att skapa möjligheter för en snabb omfördelning mellan intern och extern förvaltning om ett behov skulle föreligga. Extern förvaltning väljs även i det fall intern kompetens eller resurser saknas.

Inför 2001 beslutades att den svenska aktieportföljen, ränteportföljen och delar av den globala aktieportföljen skall förvaltas internt. Fonden har genom sin tidigare verksamhet lång erfarenhet av förvaltning av svenska aktier vilket gör att det ter sig naturligt att behålla denna del av förvaltningen internt. Fonden konstaterade att den interna kompetensen avseende förvaltning på internationella aktiemarknader är begränsad vid starttidpunkten. Ca en tredjedel av den globala aktieportföljen läggs därför ut på externa förvaltare. Under 2002 ökade andelen externa förvaltare inom globala aktier till 48 %. Andelen externa förvaltare har därefter varierat mellan 50 % (2004) och 42 % (2006). Under 2005 har ett externt mandat avslutats och förvaltas istället internt med semiaktiv förvaltning. Anledningen till att mandatet avslutades var att förvaltningsresultatet för det externa mandatet ej hade övertygat samt att fondens egen organisation förstärkts inom detta område och uppvisade bättre resultat på den internt förvaltade delen.

### ***Aktiv och passiv förvaltning***

Valet mellan aktiv eller passiv förvaltning görs mot bakgrund av löpande analyser av olika marknader eller segment med avseende på att identifiera vilka marknader som kan förväntas erbjuda möjligheter till aktiv avkastning.

Det inledande beslutet inför 2001 innebar att svenska aktier kom att förvaltas aktivt. Beslutet fattades framför allt mot bakgrund av fondens tidigare erfarenhet inom detta område. Vad gäller globala aktiemarknader noterade fonden att det historiskt sett varit svårare att generera överavkastning på denna marknad och det initiala beslutet innebar att en tredjedel av den globala portföljen skulle förvaltas passivt medan resterande andel skulle förvaltas aktivt med fokus på sektorer där fonden bedömer att överavkastning kan genereras över tiden. Vid denna tidpunkt är fondens inriktning att komplettera den

interna aktiva förvaltningen med externa aktiva förvaltningsmandat. Den räntebärande portföljen bedömdes ha förutsättningar för att skapa meravkastning och förvaltas därmed aktivt i sin helhet. Det aktiva riskutrymmet begränsades till en början på grund av att förvaltningen befinner sig i uppstartsskedet.

I slutet av 2002 utökades den aktiva delen av den globala aktieportföljen till de geografiska markanderna Asien exkl. Japan och Japan, och under 2003 infördes semiaktiva mandat för europeiska, nordamerikanska och globala ex pacific aktier. Ytterligare ett aktivt globalt aktiemandat startas under 2004. Vid utgången av 2005 var ca 22 % av den globala aktieportföljen semiaktivt förvaltat medan resterande 78 % förvaltades aktivt.

Vid ingången av 2007 har den svenska aktieportföljen delats upp i två separata portföljer. Den ena portföljen skall ha en aktiv investeringsinriktning och den andra skall förvaltas passivt.

## **Avstämningar och kontroller**

### *Validering av portföljavgkastning*

Portföljavgkastningen har kunnat valideras för år 2006.

### *Validering av jämförelseindex*

Fondens jämförelseindex är relevanta och konstruerade på ett korrekt sätt. HWIP har kunnat replikera avgkastningen för fondens totalindex.

### *Avstämning mot årsredovisningar*

De portföljdata som fonden levererat i samband med utvärderingen stämmer i allt väsentligt överens med värden i årsredovisningarna för åren 2001 - 2006.

## **Portföljens uppbyggnad**

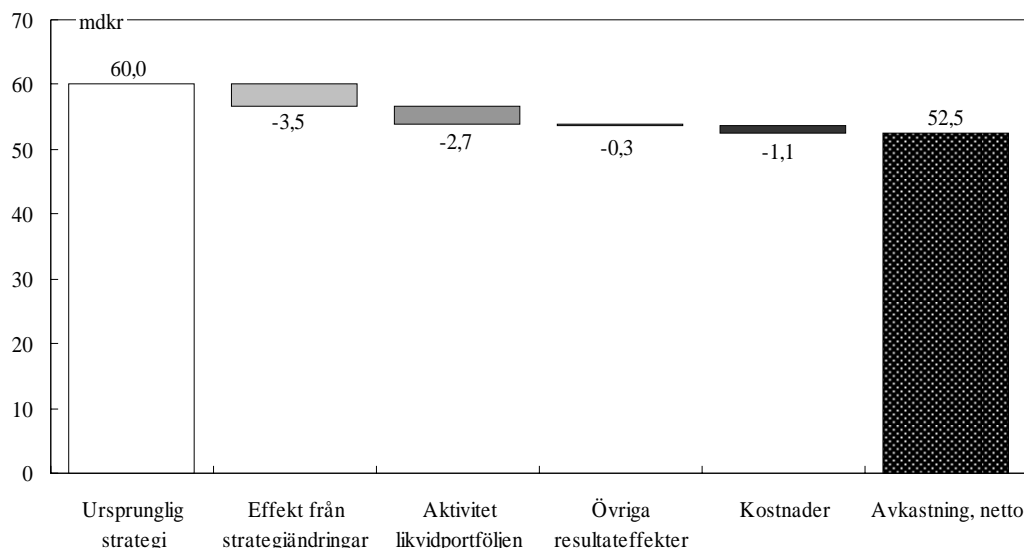
Vid beräkningen av portföljresultatet har avgkastning från investeringar i fastigheter och onoterade bolag exkluderats. För att skapa jämförbarhet har samma exkludering gjorts i jämförelseindex.

Transparensen inom AP4 är god vilket underlättar avgkastningsanalysen. Först och främst har allokeringar skett genom att terminer och motsvarande kassamedel förts till och från de tillgångsslag som över- respektive underviktats. Genom att valutaförvaltningen har redovisats separat är det också möjligt att mäta bidraget från valutaförvaltningen.

## **Analys av resultat**

Analysen inleds med en övergripande redovisning av vilka beslut som har bidragit till fondens totala avgkastning.





Fondens ursprungliga strategi från halvårsskiftet 2001, med 62,5 % aktier och 37,5 % obligationer hade, om den behållits, givit en avkastning om ca 60 mdkr till och med december 2006. Styrelsens beslut om ändringar av investeringsstrategi har givit ett negativt bidrag om ca 3,5 mdkr. Det beror främst på att fonden från och med 2003 viktat ned svenska aktier till fördel för globala aktier. Den strategiska effekten av beslutet att vikta ner svenska aktier uppgår till cirka -2,3 mdkr. En annan orsak till det negativa bidraget från strategiändringarna är att reala obligationer från och med år 2002 exkluderas från portföljen (till förmån för nominella obligationer). Det negativa bidraget från exkluderingen av de reala obligationerna uppgår till cirka 1,6 mdkr. Införendet av fastigheter till den strategiska portföljen har emellertid gett ett positivt bidrag till portföljens resultat.

Till detta har resultatet av den aktiva förvaltningen i fonden (likvidportföljen) givit ett ytterligare negativt bidrag om ca 2,7 mdkr. Övriga resultateffekter bidrar marginellt negativt. Till slut har fondens kostnader uppgått till ca 1,1 mdkr. Den totala avkastningen, med hänsyn tagen till strategi- och indexändringar, den aktiva förvaltningen samt kostnader uppgår därmed till 52,5 mdkr.

### ***Aktiv avkastning inom likvidportföljen***

I tabellen nedan redovisas en sammanfattning portföljresultatet före avdrag för kostnader. Resultaten avser perioden från 2001-12-31 t.o.m. 2006-12-31.

Per 2006-12-31	Avkastning				Risk och riskjusterad	
	2006		Senaste fem åren		avkastning, fem år	
	Portfölj %*	Relativt index	Portfölj %*	Relativt index	Aktiv risk, %	Info. kvot
Svenska aktier	25,8	-2,2	11,1	-1,5	1,7	-0,89
Globala aktier	13,5	-0,1	-0,3	-0,5	1,4	-0,38
Nominella obligationer	0,6	0,1	5,0	0,2	0,4	0,58
<b>AP4 - Total portfölj</b>	<b>10,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>6,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,73</b>

\* För perioder längre än ett år redovisas avkastning per år. För kortare perioder redovisas periodavkastningen.

Under 2006 uppgår den totala likvidportföljens avkastning till 10,1 % vilket var 0,5 procentenheter under index. Under året uppnår endast den nominella obligationsportföljen en positiv relativ avkastning. Sämre resultat kan under det senaste året noteras för de svenska aktierna. Det bör nämnas att avkastningsberäkningen för de nominella obligationerna avser fondens totala räntebärande placeringar.

Under den senaste femårsperioden har likvidportföljen presterat en avkastning på 0,5 procentenheter under index. Förvaltningen av obligationsportföljen har överträffat sitt index något under den senaste femårsperioden medan de svenska och globala aktieportföljerna fortsätter att överträffas av sina respektive jämförelseindex (-1,5 respektive -0,5 procentenhet per år). Informationskvoten indikerar att obligationsförvaltningen bedrivs med godkänd kvalitet medan det omvända gäller för aktieportföljerna.

Fondens operativa målsättning är att överträffa jämförelseindex med ca 0,7 procentenheter per år över tvåårsperioder. Under den senaste tvåårsperioden har avkastningen för likvidportföljen emellertid varit lägre jämfört med index (-0,3 procentenheter per år). Det finns indikationer på att den aktiva förvaltningen totalt sett har bedrivits med låg kvalitet, vilket framgår av att informationskvoten för den totala portföljen är låg. En ytterligare analys visar tyvärr också att fonden inte har presterat överavkastning mot index under någon tvåårsperiod sedan halvårsskiftet 2001.

### ***Bidragsanalys inom likvidportföljen***

Per 2006-12-31	Bidrag till totala portföljens överavkastning, %-enheter per år	
	2006	Senaste fem åren
<i>Värdepappersval</i>		
Svenska aktier	-0,39	-0,29
Globala aktier	-0,06	-0,22
Nominella obligationer	0,01	0,08
<i>Taktisk tillgångsfördelning och valutaförvaltning</i>	-0,07	-0,03
<b>AP4 - Total portfölj</b>	<b>-0,51</b>	<b>-0,47</b>

I bidraget från taktiska tillgångsfördelningen redovisas både fördelning mellan tillgångsslag och aktiv valutaförvaltning.

Den totala likvidportföljens negativa relativa resultat under år 2006 härrör främst från det negativa förvaltningsresultatet i svenska aktier. Även avvikelser från den strategiska tillgångsfördelningen har bidragit negativt under året.

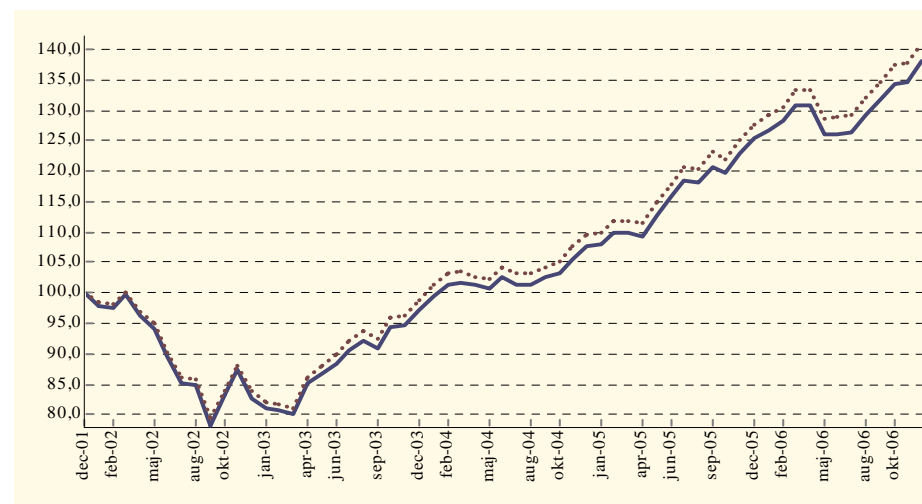
Sedan mätningens start uppgår underavkastningen till ca 0,5 procentenheter per år. Samtliga nivåer, med undantag av den nominella obligationsportföljen, bidrar negativt till den totala likvidportföljens aktiva avkastning.

## AP4 - Total portfölj

## Nyckeltal sedan start

<b>Marknadsvärde (KSEK)</b>	194 695 424	<b>Beta</b>	1,03
<b>Avkastning - portfölj</b>	6,7%	<b>Förklaringsgrad</b>	1,00
<b>Avkastning - index</b>	7,1%	<b>Tracking Error</b>	0,6%
<b>Skillnad</b>	-0,5%	<b>Info kvot</b>	-0,73
<b>Standardavvik - portfölj</b>	8,9%	<b>Jensens alfa</b>	-0,6%
<b>Standardavvik - index</b>	8,6%	<b>Avk/stdav - dito Index</b>	-0,08
		<b>Konsistens</b>	38,3%

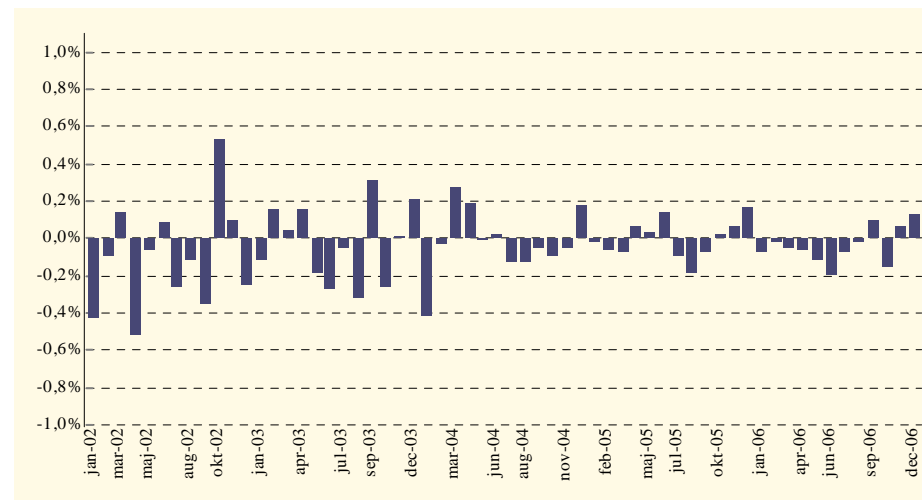
## Portföljtillväxt jämfört med index



## Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>MV (MSEK)</b>	194 695,4	175 543,0	148 047,8	132 093,7	109 947,8	n.a.
<b>Portfölj</b>	10,1%	16,5%	10,6%	17,6%	-17,3%	n.a.
<b>Index</b>	10,6%	16,5%	10,8%	18,0%	-16,2%	n.a.
<b>Skillnad</b>	-0,5%	0,0%	-0,2%	-0,3%	-1,1%	n.a.
<b>Senaste</b>	<b>3 mån</b>	<b>6 mån</b>	<b>1 år</b>	<b>2 år</b>	<b>3 år</b>	<b>4 år</b>
<b>Portfölj</b>	4,7%	9,5%	10,1%	13,2%	12,4%	13,7%
<b>Index</b>	4,7%	9,5%	10,6%	13,5%	12,6%	13,9%
<b>Skillnad</b>	0,0%	0,0%	-0,5%	-0,3%	-0,2%	-0,3%

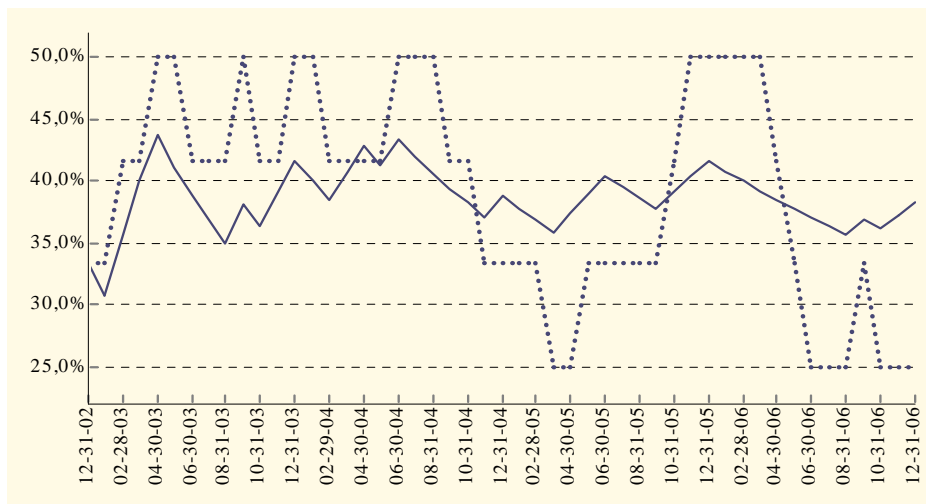
## Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



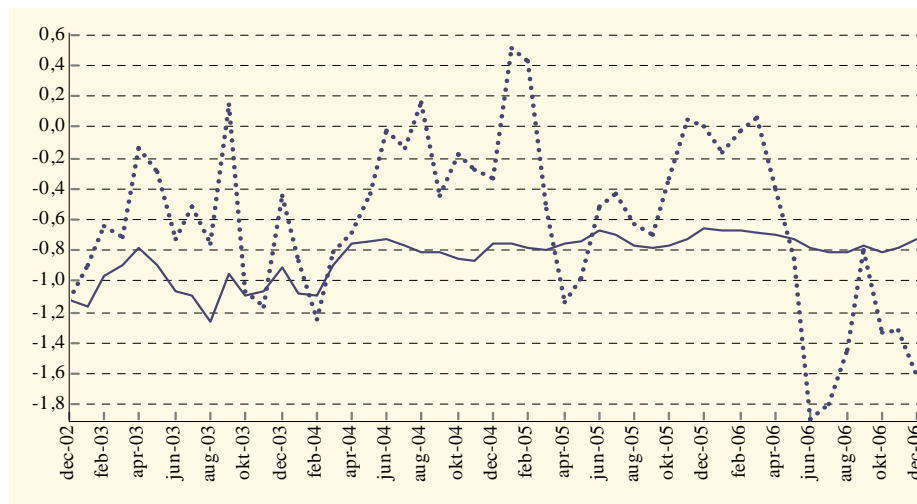
— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP4 - BM Total portfölj

AP4 - Total portfölj

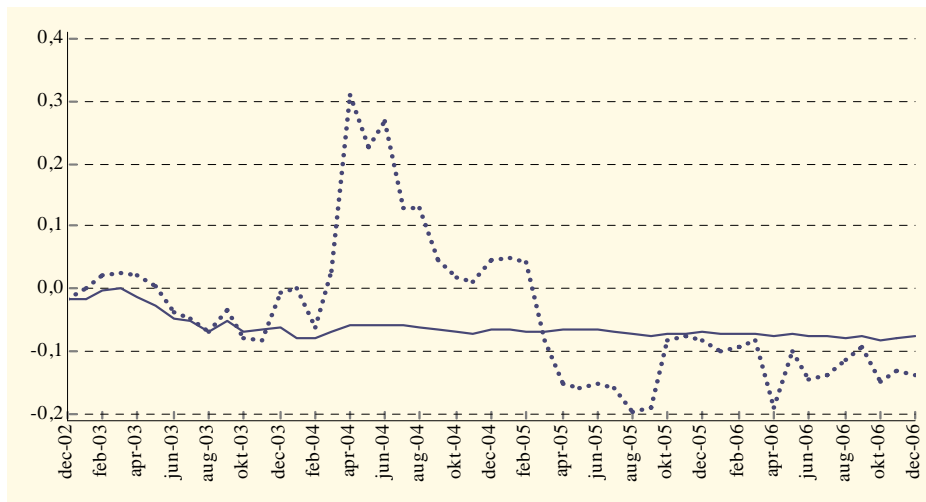
Consistency



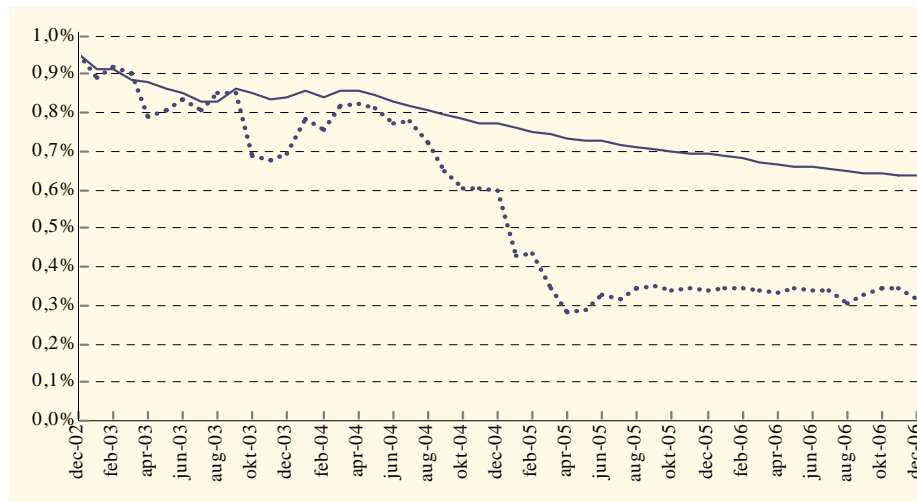
Information quotient



Sharpe index



Tracking error



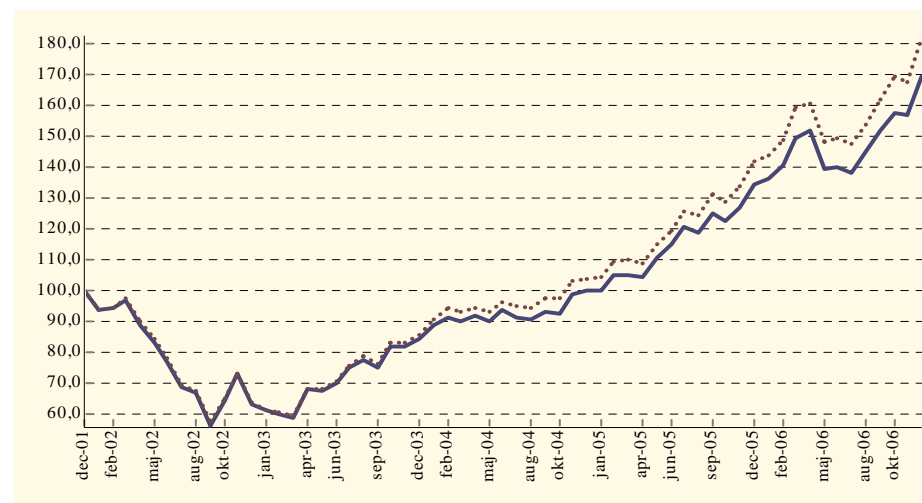
— Portfölj Ackumulerat    ··· Portfölj Rullande 12 mån

## AP4 - Svenska aktier

## Nyckeltal sedan start

<b>Marknadsvärde (KSEK)</b>	41 101 164	<b>Beta</b>	1,02
<b>Avkastning - portfölj</b>	11,1%	<b>Förklaringsgrad</b>	0,99
<b>Avkastning - index</b>	12,6%	<b>Tracking Error</b>	1,7%
<b>Skillnad</b>	-1,5%	<b>Info kvot</b>	-0,89
<b>Standardavvik - portfölj</b>	20,1%	<b>Jensens alfa</b>	-1,7%
<b>Standardavvik - index</b>	19,7%	<b>Avk/stdav - dito Index</b>	-0,09
		<b>Konsistens</b>	30,0%

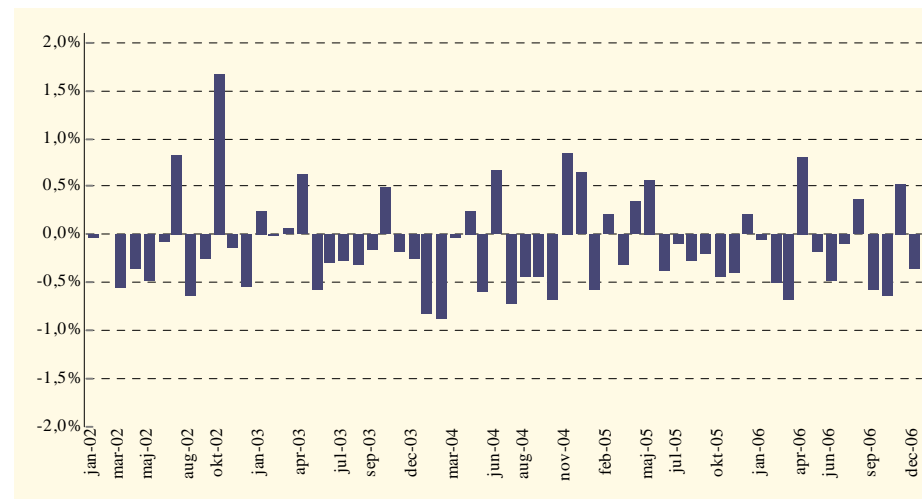
## Portföljtillväxt jämfört med index



## Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>MV (MSEK)</b>	41 101,2	35 878,0	28 409,8	27 075,1	21 880,8	n.a.
<b>Portfölj</b>	25,8%	34,4%	18,1%	33,2%	-36,5%	n.a.
<b>Index</b>	28,1%	36,3%	20,7%	34,2%	-35,9%	n.a.
<b>Skillnad</b>	-2,2%	-1,9%	-2,7%	-0,9%	-0,5%	n.a.
<b>Senaste</b>	<b>3 mån</b>	<b>6 mån</b>	<b>1 år</b>	<b>2 år</b>	<b>3 år</b>	<b>4 år</b>
<b>Portfölj</b>	11,7%	20,7%	25,8%	30,1%	25,9%	27,7%
<b>Index</b>	12,2%	21,6%	28,1%	32,1%	28,2%	29,7%
<b>Skillnad</b>	-0,4%	-0,9%	-2,2%	-2,1%	-2,3%	-2,0%

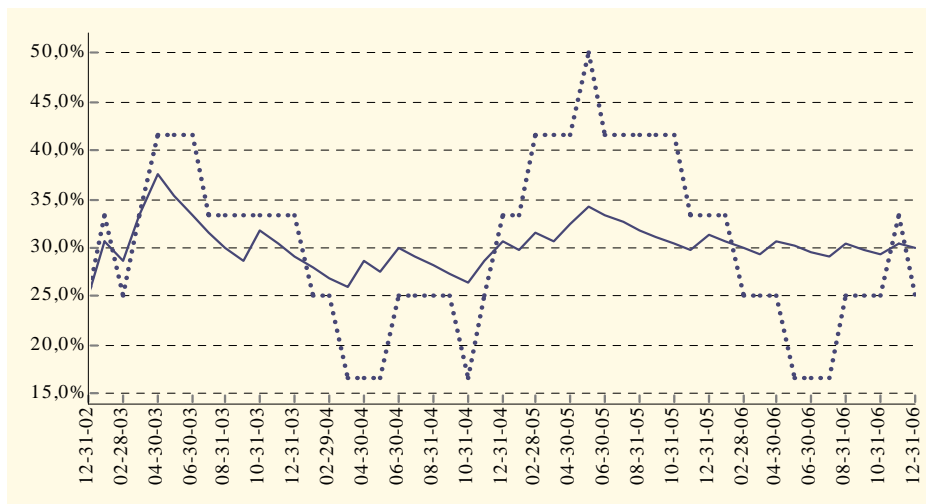
## Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



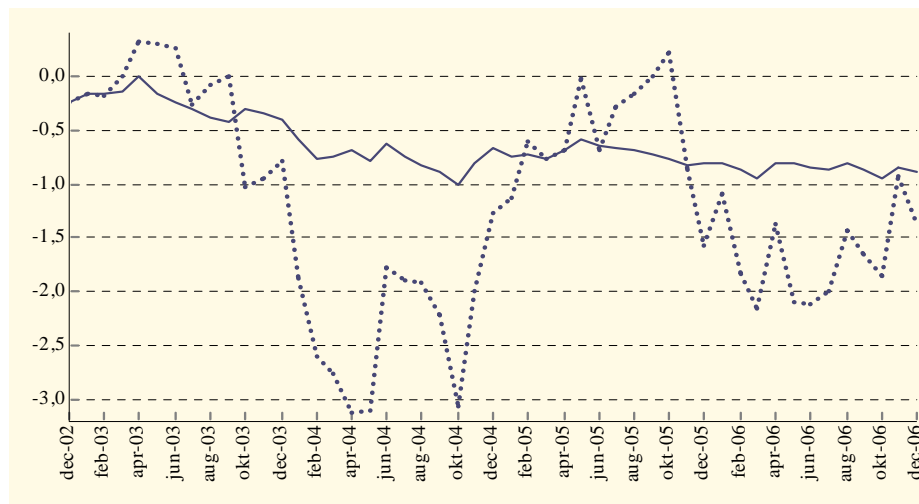
— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP4 - BM Svenska aktier

AP4 - Svenska aktier

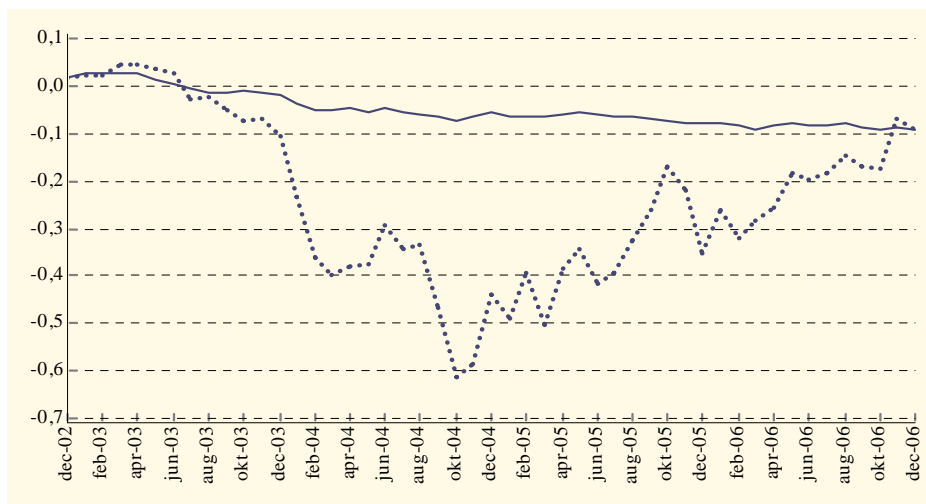
Consistency



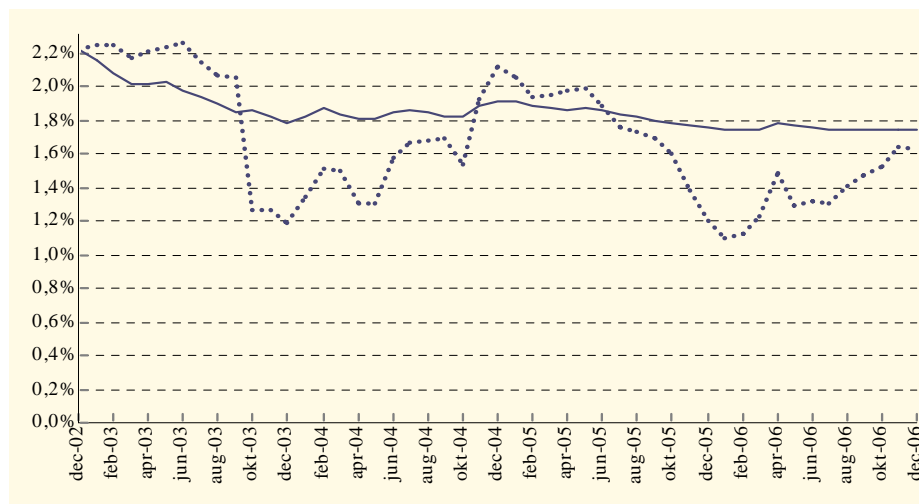
Information quotient



Sharpe index



Tracking error



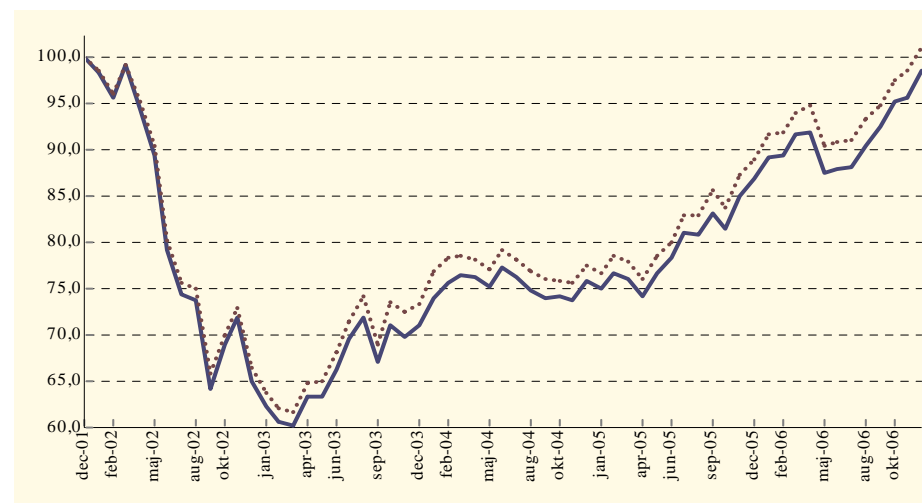
— Portfölj Ackumulerat    - - - - Portfölj Rullande 12 mån

## AP4 - Globala aktier

## Nyckeltal sedan start

<b>Marknadsvärde (KSEK)</b>	79 900 049	<b>Beta</b>	1,03
<b>Avkastning - portfölj</b>	-0,3%	<b>Förklaringsgrad</b>	0,99
<b>Avkastning - index</b>	0,2%	<b>Tracking Error</b>	1,4%
<b>Skillnad</b>	-0,5%	<b>Info kvot</b>	-0,38
<b>Standardavvik - portfölj</b>	13,9%	<b>Jensens alfa</b>	-0,4%
<b>Standardavvik - index</b>	13,5%	<b>Avk/stdav - dito Index</b>	-0,04
		<b>Konsistens</b>	48,3%

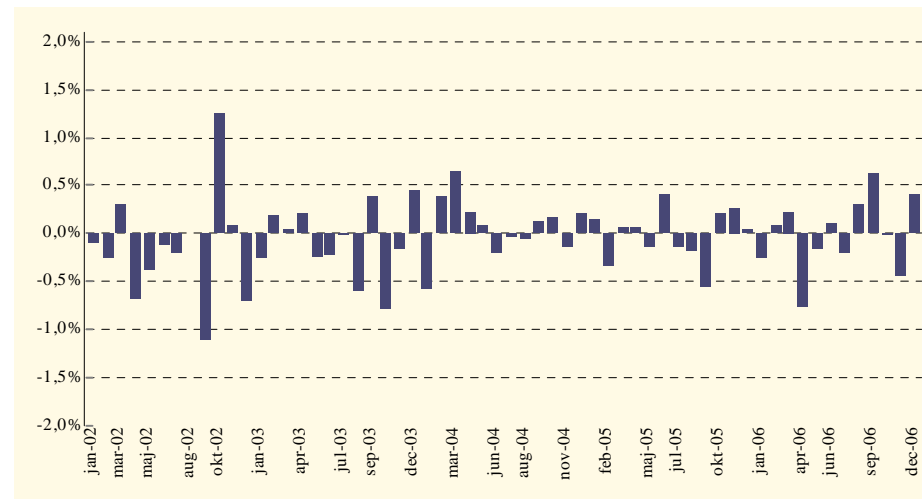
## Portföljtillväxt jämfört med index



## Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>MV (MSEK)</b>	79 900,0	76 455,2	63 774,1	55 147,6	45 889,4	n.a.
<b>Portfölj</b>	13,5%	14,6%	6,7%	9,2%	-35,0%	n.a.
<b>Index</b>	13,7%	14,7%	5,7%	10,2%	-33,6%	n.a.
<b>Skillnad</b>	-0,1%	-0,2%	0,9%	-1,0%	-1,5%	n.a.
<b>Senaste</b>	<b>3 mån</b>	<b>6 mån</b>	<b>1 år</b>	<b>2 år</b>	<b>3 år</b>	<b>4 år</b>
<b>Portfölj</b>	6,6%	12,1%	13,5%	14,0%	11,5%	10,9%
<b>Index</b>	6,6%	11,4%	13,7%	14,2%	11,3%	11,0%
<b>Skillnad</b>	-0,1%	0,7%	-0,1%	-0,2%	0,2%	-0,1%

## Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad

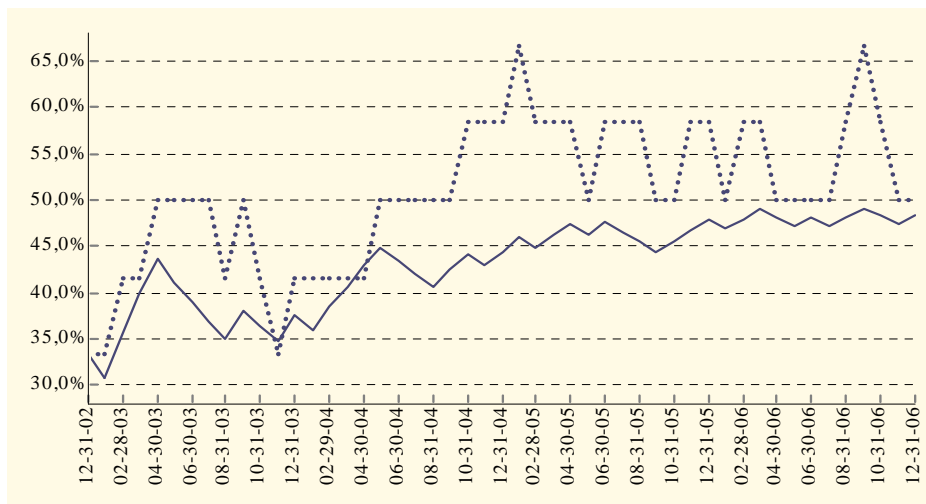


— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP4 - BM Globala aktier

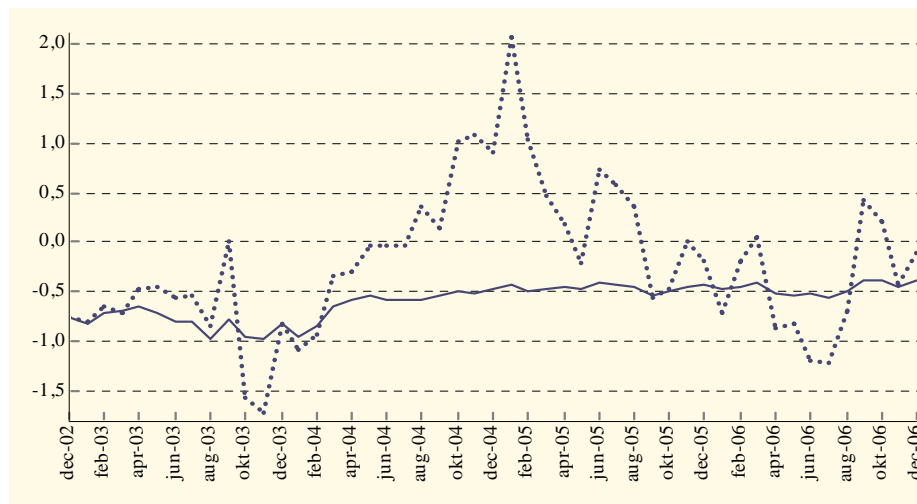


AP4 - Globala aktier

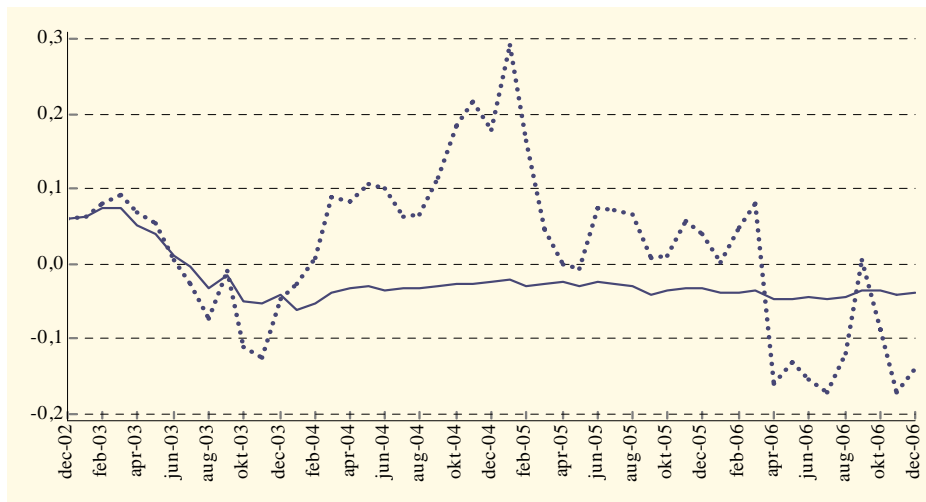
Consistency



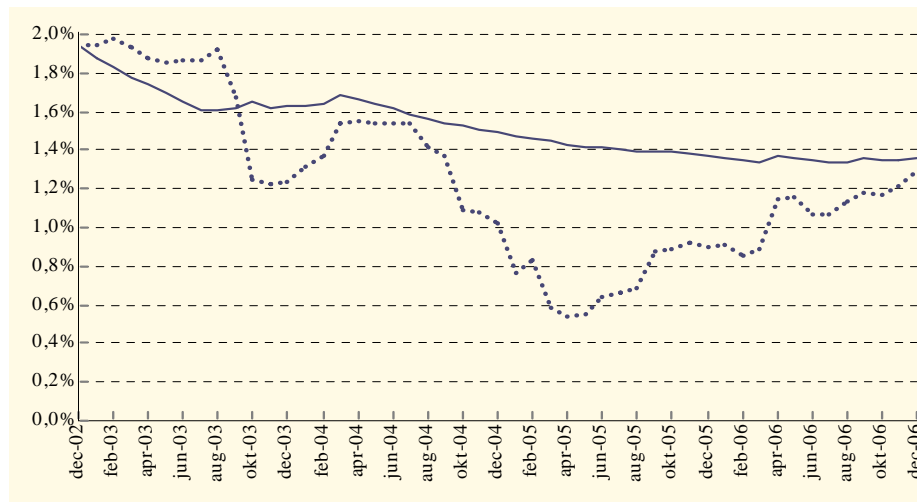
Information quotient



Sharpe index



Tracking error



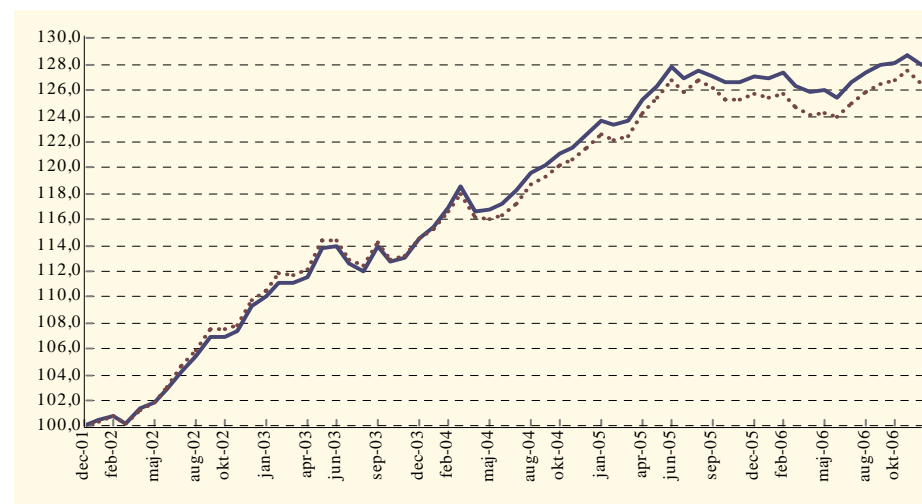
— Portfölj Ackumulerat    ··· Portfölj Rullande 12 mån

## AP4 - Nominella obligationer

## Nyckeltal sedan start

<b>Marknadsvärde (KSEK)</b>	69 642 740	<b>Beta</b>	0,95
<b>Avkastning - portfölj</b>	5,0%	<b>Förklaringsgrad</b>	0,98
<b>Avkastning - index</b>	4,8%	<b>Tracking Error</b>	0,4%
<b>Skillnad</b>	0,2%	<b>Info kvot</b>	0,58
<b>Standardavvik - portfölj</b>	2,6%	<b>Jensens alfa</b>	0,3%
<b>Standardavvik - index</b>	2,7%	<b>Avk/stdav - dito Index</b>	0,15
		<b>Konsistens</b>	56,7%

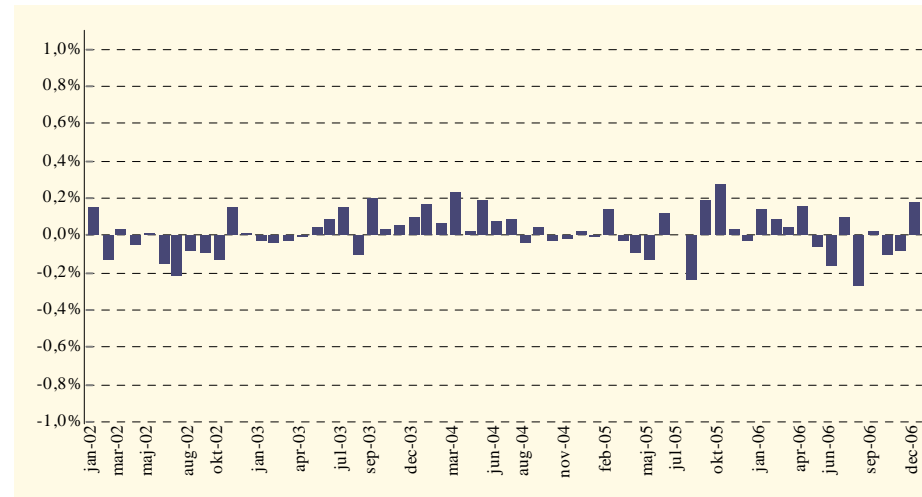
## Portföjtillväxt jämfört med index



## Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>MV (MSEK)</b>	69 642,7	63 340,0	54 526,5	46 676,9	42 660,1	n.a.
<b>Portfölj</b>	0,6%	3,7%	7,0%	4,8%	9,3%	n.a.
<b>Index</b>	0,6%	3,5%	6,1%	4,3%	9,8%	n.a.
<b>Skillnad</b>	0,1%	0,2%	0,9%	0,5%	-0,5%	n.a.
<b>Senaste</b>	<b>3 mån</b>	<b>6 mån</b>	<b>1 år</b>	<b>2 år</b>	<b>3 år</b>	<b>4 år</b>
<b>Portfölj</b>	0,0%	1,9%	0,6%	2,2%	3,7%	4,0%
<b>Index</b>	0,0%	2,1%	0,6%	2,0%	3,4%	3,6%
<b>Skillnad</b>	0,0%	-0,2%	0,1%	0,1%	0,4%	0,4%

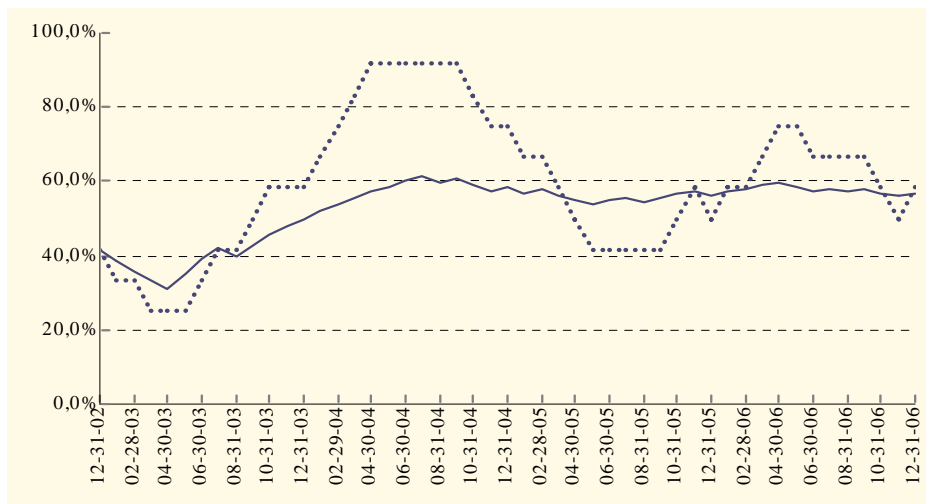
## Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



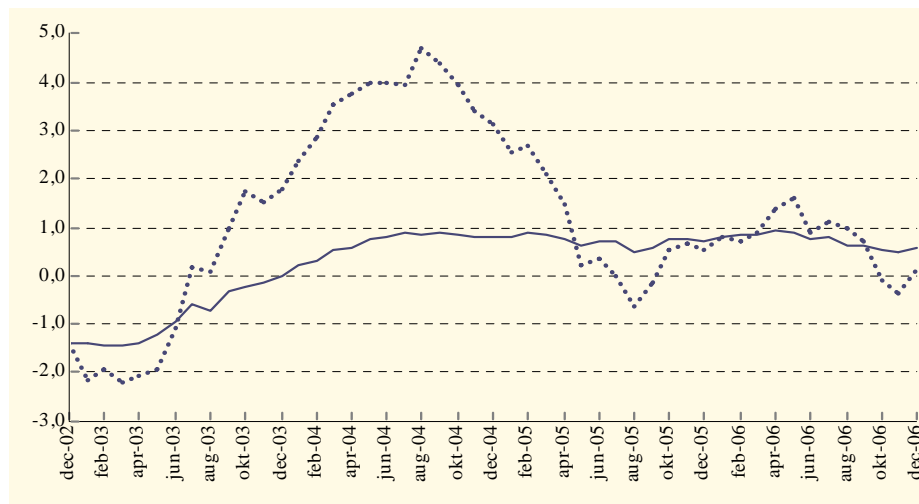
— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP4 - BM Obligationer

AP4 - Nominella obligationer

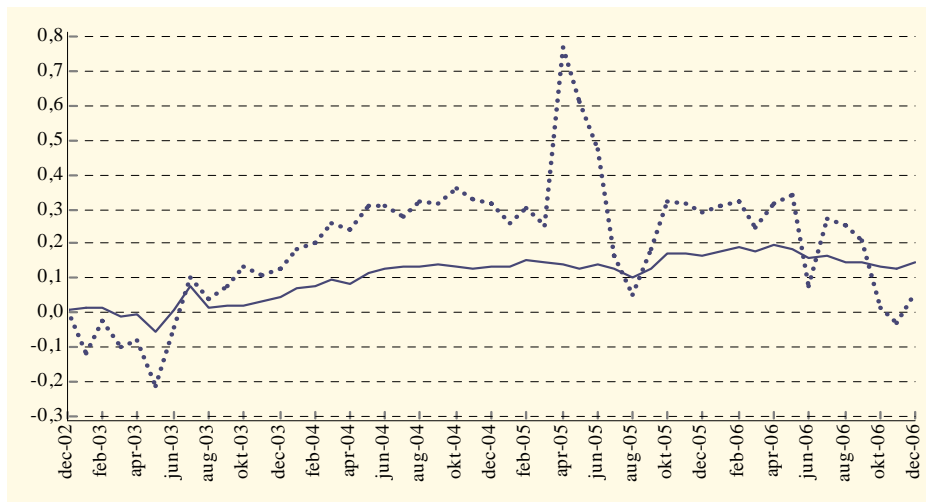
Consistency



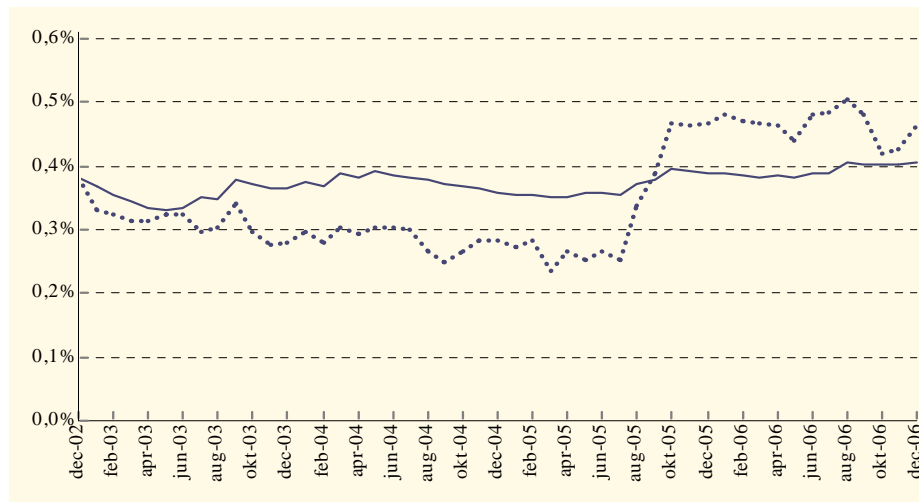
Information quotient



Sharpe index



Tracking error



— Portföli Ackumulerat    - - - - - Portföli Rullande 12 mån

## Rapport – Sjätte AP-fonden

### Målsättning och styrvariabler

#### *Målsättning*

AP6 uppdrag är att skapa långsiktigt hög avkastning och hålla en tillfredsställande risk-spridning genom placering av riskkapital i små och medelstora, svenska tillväxtföretag och därigenom bidra till utvecklingen av det svenska näringslivet. AP6 intar därmed en unik position bland AP-fonderna genom att fonden som sin huvudsakliga uppgift har att placera tilldelade allmänna pensionsmedel på den svenska riskkapitalmarknaden (såväl noterade som onoterade bolag).

#### *Restriktioner*

De formella restriktioner som AP6 har att iaktta är att endast svenska investeringar är tillåtna och den maximala ägarandelen i ett enskilt noterat bolag, som inte är ett riskkapitalbolag, har begränsats till 30 %. Tidigare har AP6 begärt att kunna få placera även utanför Sverige men detta önskemål har dragits tillbaka.

#### *Likviditetsprognoser*

De åtaganden som investeringsverksamheten inom AP6 medför i form av kapitalutfästelser till direktägda bolag och riskkapitalfonder kräver en löpande betalningsberedskap. Fonden har nämligen inte möjlighet till kapitaltillskott från ägaren och endast begränsade möjligheter till upplåning, vilket generellt sett är ovanligt för fonder som placerar i onoterade aktier. Normalt sett erhålls kapital från "kapitalägaren" i takt med att investeringsmöjligheterna uppstår.

Att hålla en löpande betalningsberedskap inom ramen för sin egen balansräkning, samtidigt som man vill skapa en god avkastning, kräver att likviditetsprognoser tas fram på lite längre sikt. Genom att fonden inte kan få kapitaltillskott utgör likviditetsprognoserna ett styrande inslag i fondens förvaltning, ett inslag som fått allt större betydelse i takt med att omfattningen av investeringsverksamheten i onoterade aktier tagit ett allt större utrymme i fondens totala portfölj.

Tillförlitligheten i likviditetsprognoserna är alltså av stor betydelse för fondens möjligheter att uppfylla sin huvudsakliga uppgift. Under perioder när likviditetsprognoserna är ansträngda för fonden (stora utflöden och/eller små inflöden) ställs stora krav på likviditetsberedskap vilket i sin tur ger mindre utrymme för fonden att ta på sig nya investeringsåtaganden i onoterade företag.

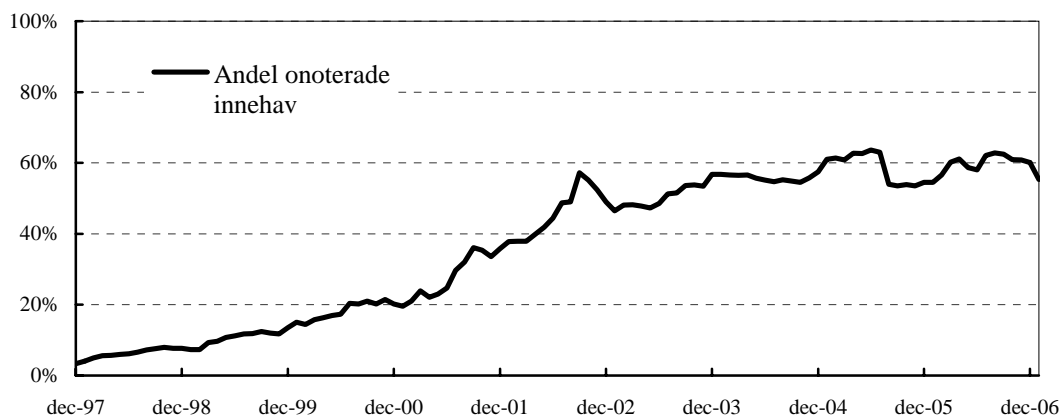
### Utveckling av investeringsstrategi 1997 - 2006

#### *Utveckling av andelen onoterade innehav*

AP6 erhöll i december 1996 medel motsvarande 10,4 mdkr och gjorde sin första investering i onoterade aktier under våren 1997. Sedan dess har portföljen av investeringar i

onoterade svenska portföljbolag, direkt eller indirekt via Private Equity-fonder, varit under uppbyggnad. Summan av dessa investeringar, som i det följande benämns *den onoterade portföljen*, hanteras för närvarande av fondens investeringsverksamhet i fyra olika affärsområden.

De medel som inte investerades i onoterade aktier placerades under de första åren huvudsakligen i noterade aktier och räntebärande instrument. Dessa medel motsvarade i princip fondens likviditetsberedskap och likviditetsöverskott. Likviditetsöverskottet, d.v.s. de medel som inte behövdes i investeringsverksamheten, har från tid till annan varit ganska stort, särskilt under de första åren av fondens verksamhet. Summan av dessa placeringar (likviditetsberedskap och likviditetsöverskott), som i det följande benämns *den noterade portföljen*, motsvarar idag de medel som förvaltas inom *internbanken* och *mixed equity*. Tidigare organisatoriska beteckningar på de delar som har hantlat den noterade portföljen har varit *likviditetsförvaltningen* och *kapitalförvaltningen*.



Fonden erhöll kapitalet i slutet av 1996. Under den senare delen av år 2002 hade den onoterade portföljen byggts upp och utgjorde mer än 50 % av fondens totala kapital. Vid utgången av 2006 utgjorde den onoterade portföljen drygt 55 % av den totala portföljen.

Givet nuvarande förutsättningar för AP6 kommer sannolikt en väsentlig del av portföljen också i framtiden att vara investerad i likvida räntepapper och noterade aktier eftersom en viss likviditetsberedskap för att möta gjorda utfästelser alltid kommer att krävas. Internbankens andel och mixed equity-andelen (den noterade portföljen) utgör ca 13 respektive 32 % av den totala portföljen vid utgången av 2006. Mixed equity innehåller två typer av huvudsakliga investeringar; aktier i investmentbolag och andelar i vanliga svenska värdepappersfonder, där den sistnämnda utgör ca ¾ av mixed equity-portföljen (eller 23,5 % av den totala portföljen). De förutsättningar som har omgett och fortfarande omger fondens förvaltning har alltså lett till att en väsentlig del av fondens kapital under de senaste åren har varit investerat i marknadsnoterade räntepapper och aktier.

### ***Förändring av investeringsstrategi***

AP6 arbetade under sina första år med att bygga upp sina aktieplaceringar på ett försiktigt sätt. Detta gällde såväl noterade som onoterade placeringar, vilka utgjorde "ny mark" för styrelsen och ledningen. Efter kritik i regeringens skrivelse för 1997 verkställde fonden under 1998 en omplacering av de medel som vid det tillfället inte hade

placerats i onoterade aktier och som i huvudsak varit investerade i räntebärande papper, till noterade aktier.

Den starka aktiemarknaden fram till mars 2000 innebar att fondens totala tillgångar växte kraftigt och passerade 20 mdkr. Därefter började de publika aktiemarknaderna att falla allt kraftigare och vände inte uppåt förrän knappt 3 år senare. Detta ledde till stora negativa resultat för fonden, särskilt under år 2002.

Under senare delen av 2002 hade fonden kommit fram till uppfattningen att riskprofilen i fondens placerade kapital var för hög samtidigt som en bedömning gjordes att det skulle kunna dröja flera år innan aktiemarknaden återhämtade sig. Vid denna tidpunkt visade även fondens likviditetsprognos en ganska pessimistisk bild - bedömningen var att det skulle ta många år innan några större inflöden kunde förväntas medan investeringarna uppskattades till närmare 6 mdkr under den närmaste fyraårsperioden. Till bilden hörde också att de onoterade investeringarna under hösten 2002 för första gången utgjorde mer än 50 % av fondens totala portfölj.

Sammantaget ledde detta fram till att fonden beslutade att byta strategisk inriktning och tydligare fokusera på investeringsverksamheten än tidigare. Den noterade portföljen omstrukturerades genom att fonden sålde innehav i publika aktier och köpte mer räntebärande tillgångar. Fonden beslutade också att fastställa ett absolut avkastningsmål som skulle gälla fr.o.m. år 2003.

Sedan dess har aktiemarknaden generellt sett utvecklats mer positivt än vad fonden förväntade sig (vilket sannolikt också gäller för de flesta andra investerare). Därmed har likviditeten förbättrats avsevärt, bl.a. genom större inbetalningar till fonden. Fonden förväntar sig för tillfället också att de stora inflödena kommer att fortsätta under de närmaste åren. Ur pensionssystemets synvinkel kan det i efterhand konstateras att övergången till en absolut målsättning och omplaceringen från aktier till räntebärande inte ägde rum vid en gynnsam tidpunkt. Därmed inte sagt att styrelsen i AP6 borde ha handlat annorlunda givet de förutsättningar och bedömningar som gjordes vid tidpunkten för beslutet.

I den nya organisationen som trädde i kraft 1 januari 2006 har investeringsverksamheten delats upp på fyra affärsområden; AP Direktinvesteringar, AP Partnerinvesteringar, AP Life Science och det kapitalmässigt största området AP Fondinvesteringar som vid utgången av 2006 utgjorde knappt 50 % av fondens totala kapital. Inom AP Fondinvesteringar ingår placeringar i Private Equity-fonder inom både Venture Capital och Buyout. Till affärsområdet hör även en nyskapad funktion benämnd mixed equity där placeringarna för närvarande i huvudsak utgörs av andelar i vanliga svenska aktiefonder (73 %) och till en mindre del i investmentbolag (27 %). Placeringarna inom mixed equity ingick tidigare i den s.k. likviditetsförvaltningen men tillhör numera investeringsverksamheten.

## **Portföljens uppbyggnad**

AP6 består av två huvudsakliga portföljer. Inom investeringsverksamheten sker placeringar antingen direkt i onoterade bolag eller indirekt via Private Equity-fonder som pla-

cerar i dessa typer av bolag. Som tidigare nämnts utgör summan av dessa placeringar den s.k. onoterade portföljen.

Medel som ej placerats genom investeringsverksamheten hanteras sedan den 1 januari 2006 av en internbank (hanterar räntebärande instrument och hedgefonder) samt en enhet benämnd mixed equity (placerar i svenska noterade aktier och svenska aktiefonder). Som tidigare nämnts utgör summan av dessa placeringar den s.k. noterade portföljen.

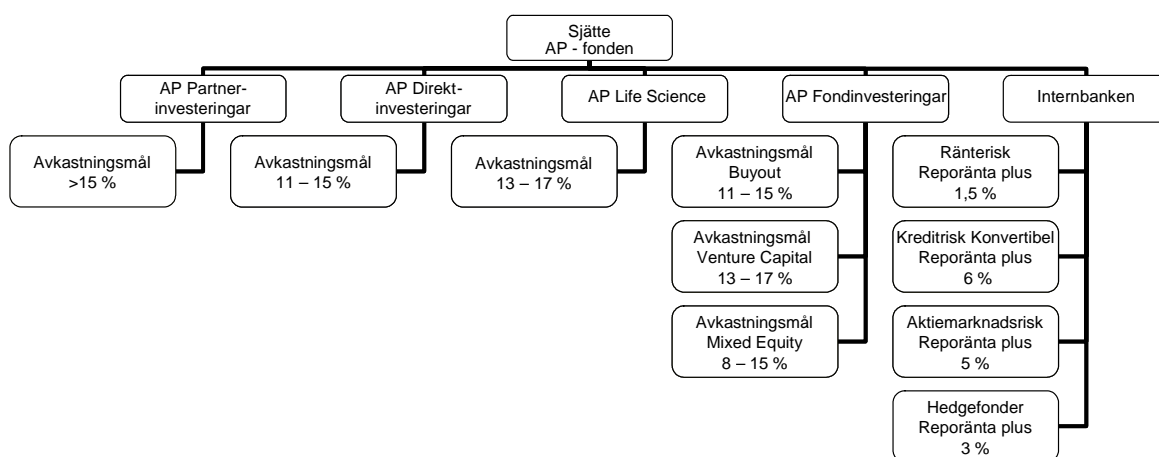
I utvärderingssyfte delas den onoterade portföljen upp i indirekta investeringar (fonder) och direkta investeringar (bolag). De direkta investeringarna underindelas in sin tur i sådana som vid utgången av 2006 ej realiserats samt investeringar som vid utgången av 2006 realiserats till fullo. Motsvarande underindelning görs inte för de indirekta investeringarna då den realiserade delen är alltför liten för att motivera en särredovisning i rapporten.

## Portföljens avkastningsmål

### Långsiktigt avkastningsmål

Det övergripande långsiktiga målet för AP6 anges vara att ”utveckla den egna verksamheten på ett sådant sätt att avkastningsmålet kan höjas väsentligt inom en femårsperiod”. För närvarande är den onoterade portföljen under uppbyggnad vilket innebär att fonden behöver hålla en betydande likviditetsberedskap. Därför har fonden bestämt att den aktuella målsättningen för årsavkastningen på rullande femårsbasis ska uppgå till riskfri ränta plus en riskpremie om 4,5 %. Detta är en ny formulering i fondens investeringspolicy som inte fanns med i motsvarande policy vid 2006 års utvärdering. Fonden menar emellertid att detta avkastningsmål bör tillämpas fr.o.m. 2003 då fonden ändrade strategisk inriktning.

Fonden har ställt upp långsiktiga avkastningsmål som ska gälla för de olika affärsområdena (se figur nedan).



Vid en första anblick förefaller det som att de avkastningsmål som har fastställts av fonden har en hög ambition. Detta gäller både för affärsområdena som förvaltar innehav

i noterade värdepapper och för affärsområden som förvaltar innehav i onoterade värdepapper.

### ***Kortsiktigt avkastningskrav***

AP6 anger vidare ett kortsiktigt avkastningskrav som årligen fastställts av styrelsen. Utgående från den vid var tid gällande reporäntan tilldelas respektive tillgångsslag olika riskpremier. Därefter vägs avkastningskraven samman till ett totalt avkastningskrav på kort sikt. Denna modell har gällt sedan 1 januari 2003 och under 2006 har det kortsiktiga avkastningskravet för fonden totalt sett uppgått till 7,2 %.

Avkastningskravet för den onoterade portföljen och den noterade portföljen har uppgått till 9,0 % respektive 5,1 % under 2006. Höjningarna av dessa mål jämfört med 2005 förklaras delvis av en höjd genomsnittlig reporänta under 2006 (en ökning med nästan 0,5 procentenhet jämfört med snittet för 2005). Om man jämför dessa sistnämnda årliga avkastningskrav med de långsiktiga avkastningsmål som redovisats kan man konstatera att avkastningskraven är väsentligt lägre än de långsiktiga avkastningsmålen. T.ex. är det så att avkastningskraven för de affärsområden som förvaltar onoterade aktier inte i något enskilt fall har nått upp till den lägre delen av intervallen för långsiktiga avkastningsmål.

### ***Sammanfattning av tillämpade målsättningar***

Fram till och med 2002 hade AP6 ett relativt avkastningsmål utgående från FDAX, senare SIX avkastningsindex (exklusive Nokia). Detta mål tillämpades för såväl den totala portföljen som den noterade portföljen. Att detta mål tillämpades även för den totala portföljen är ett uttryck för den omfattning den noterade portföljen historiskt har haft. Den onoterade portföljen har sedan en lång tid tillbaka haft en målsättning uttryckt i absoluta termer. Till och med 2002 uppgick det till 13 % per år efter avdrag för kostnader.

I tabellen nedan redovisas den serie av avkastningskrav som har fastställts under den senaste tioårsperioden.

Period	Totalportfölj	Onoterat	Noterat
1997	27,9%	13,0%	27,9%
1998	13,1%	13,0%	13,1%
1999	69,8%	13,0%	69,8%
2000	-10,8%	13,0%	-10,8%
2001	-14,8%	13,0%	-14,8%
2002	-35,7%	13,0%	-35,7%
2003	7,6%	9,9%	5,1%
2004	6,4%	8,7%	3,7%
2005	6,1%	8,4%	3,1%
2006	7,2%	9,0%	5,1%
Senaste 5 åren, per år	-3,5%	9,8%	-5,4%
Senaste 10 åren, per år	4,6%	11,4%	3,5%



## **Avstämningar och kontroller**

### ***Validering av portföljavgkastning***

HWIP har inte haft några problem att komma fram till samma avkastning som fonden vad gäller totalportföljen och den noterade portföljen. IRR-beräkningar för den onoterade portföljen har utförts av HWIP.

### ***Validering av jämförelseindex***

Fondens jämförelseindex är relevanta. Däremot har index i vissa avseenden inte konstruerats korrekt. I juni 2003 reviderade styrelsen det avkastningsmål som sedan tidigare var fastställt för 2003. Det reviderade avkastningsmålet användes av AP6 för jämförelser från och med januari 2003. I likhet med tidigare utvärderingar har vi dock valt att använda det gamla avkastningsmålet fram till juni och därefter genomföra förändringen av referensindexet vid tidpunkten för det formella beslutet i juni 2003.

### ***Avstämning mot fondens årsredovisning***

De portföljdata som fonden levererat i samband med denna utvärdering stämmer i allt väsentligt överens med värden i årsredovisningarna för åren 1997-2006.

## Analys av resultat

I tabellerna nedan redovisas en sammanfattning av portföljresultatet. Totalportföljens och den noterade portföljens resultat anges efter avdrag för kostnader medan den onoterade portföljens resultat anges före och efter avdrag för externa förvaltningsarvoden.

Resultaten för totalportföljen och den noterade portföljen avser perioden från 2001-12-30 till 2006-12-31. För den onoterade portföljen avser resultaten perioden sedan den första investeringen i januari 1997.

### Sammanfattning av resultat – total portfölj och noterad portfölj

Per 2006-12-31	Avkastning				Risk och riskjusterad	
	2006		Sedan 31 dec 2001		avkastning	
	Portfölj %*	Relativt index	Portfölj %*	Relativt index	Aktiv risk, %	Info. kvot
Noterade portföljen	11,6	6,5	-2,3	3,1	5,3	0,58
<b>AP6 - Total portfölj</b>	<b>13,8</b>	<b>6,5</b>	<b>0,6</b>	<b>4,0</b>	<b>10,3</b>	<b>0,39</b>

\* För perioder längre än ett år redovisas avkastningen per år. För kortare perioder redovisas periodavkastningen.

### Sammanfattning av resultat – onoterad portfölj

Portfölj (MSEK)	Investerat belopp	Inflöden	Marknadsvärde	IRR	Inf / Inv	MV / Nettofl
<b>Indirekt</b>	<b>9 267,7</b>	<b>6 309,0</b>	<b>4 625,5</b>	<b>7,0%</b>	<b>0,68</b>	<b>1,56</b>
<b>Direkt</b>	<b>10 048,5</b>	<b>8 449,9</b>	<b>4 892,7</b>	<b>13,8%</b>	<b>0,84</b>	<b>3,06</b>
Direkt orealiserat	5 955,1	2 262,4	4 892,7	22,7%	0,38	1,32
Direkt realiserat	4 093,5	6 187,5	-	11,9%	1,51	-
<b>Total portfölj</b>	<b>19 316,2</b>	<b>14 758,9</b>	<b>9 518,2</b>	<b>10,5%</b>	<b>0,76</b>	<b>2,09</b>
Total portfölj, netto	-	-	-	8,8%	-	-

Den totala portföljens avkastning har under 2006 uppgått till 13,8 % efter kostnader. Detta är en överavkastning på 6,5 procentenheter jämfört med avkastningskravet. Under den senaste femårsperioden uppgår avkastningen till i genomsnitt 0,6 % per år vilket innebär en överavkastning på 4,0 procentenheter per år – detta resultat överstiger alltså fondens målsättning under perioden med lika många procentenheter.

Den noterade portföljen har, jämfört med avkastningskravet, haft en överavkastning efter avdrag för kostnader på 6,5 % under 2006 och 3,1 % per år under den senaste femårsperioden, vilket överstiger den av fonden uppsatta målsättningen. En viktig förklaring till överavkastningen under 2006 är att den noterade portföljen till stor del innehåller svenska aktiefonder. Den svenska börsen hade ett bra år även under 2006 och steg med 28,1 %.

Den onoterade portföljen har haft en internränta uppgående till 10,5 % per år sedan den första investeringen i januari 1997 (efter avdrag för externa kostnader uppgår internräntan till 8,8 % per år). Detta utgör en förbättring jämfört med 2005 då internräntan före

kostnader uppgick till 9,4 % per år sedan den första investeringen. Målsättningen för den onoterade portföljen (som uppgår till 11,4 % per år efter kostnader) har inte uppnåtts sett över hela perioden sedan 1997.

### ***Den onoterade portföljen – realiserade resultat***

Tabellen nedan sammanfattar resultatet före avdrag för kostnader för de onoterade investeringar som till fullo realiserats vid utgången av 2006. Eftersom alla innehav har realiserats innehåller resultatet till skillnad från den totala onoterade portföljen inte någon osäkerhet (eller försiktighet) avseende prissättning.

Direkt realiserat vid årsskifte	IRR
Realiserat t.o.m. dec-99	33,6%
Realiserat t.o.m. dec-00	-2,2%
Realiserat t.o.m. dec-01	-6,3%
Realiserat t.o.m. dec-02	1,0%
Realiserat t.o.m. dec-03	7,2%
Realiserat t.o.m. dec-04	6,6%
Realiserat t.o.m. dec-05	11,2%
Realiserat t.o.m. dec-06	11,9%

Resultatet för de fullständigt realiserade investeringarna har förbättras väsentligt under 2005 och 2006, vilket har sin förklaring i realiseringen av investeringarna i Mölnlycke Health Care och Lindab.

### ***Den onoterade portföljen – fasfördelning***

I tabellen nedan redovisas den onoterade portföljens exponering mot olika stadier i investeringscykeln vid utgången av 2006.

Portfölj	Uppstart	Expansion	Moget	Noterat	Totalt
Direkt	1,4%	5,6%	76,4%	16,7%	100,0%
Indirekt	1,2%	46,5%	52,3%	0,0%	100,0%
Total	1,3%	25,5%	64,7%	8,6%	100,0%

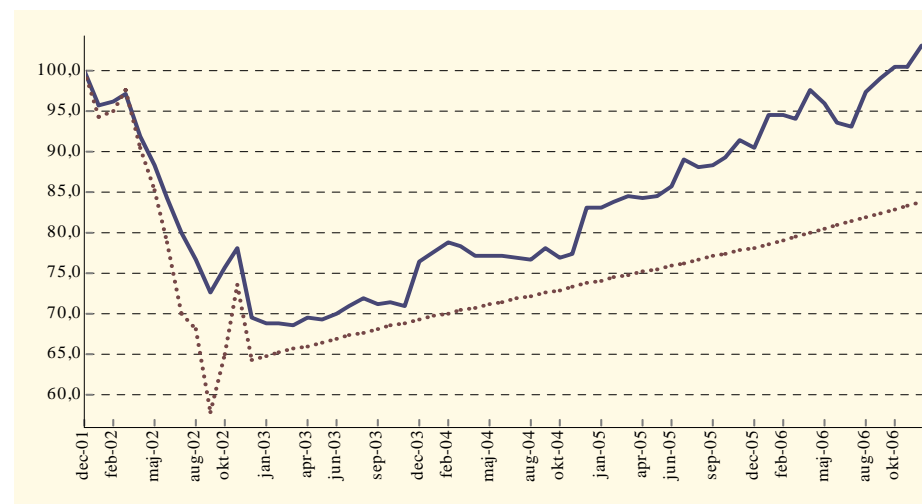
Inga större förändringar har skett av den onoterade portföljens fördelning mot olika faser vid utgången av 2006 jämfört med utgången av 2005. En viss förskjutning har skett till lite senare faser, vilket kan hänföras till den direkta portföljen som innehåller en större andel noterat jämfört med 2005.

## Sjätte AP-fonden - Totala Portföljen

## Nyckeltal sedan start

Marknadsvärde (KSEK)	0	Beta	0,52
Avkastning - portfölj	0,6%	Förklaringsgrad	0,49
Avkastning - index	-3,5%	Tracking Error	10,3%
Skillnad	4,0%	Info kvot	0,39
Standardavvik - portfölj	10,5%	Jensens alfa	0,9%
Standardavvik - index	14,4%	Avk/stdav - dito Index	0,30
		Konsistens	48,3%

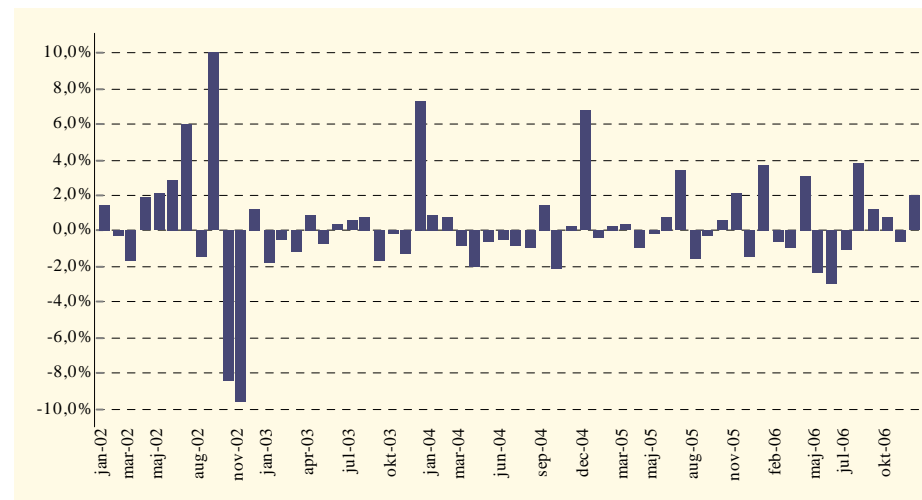
## Portföljtillväxt jämfört med index



## Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
MV (MSEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Portfölj	13,8%	8,9%	8,6%	10,1%	-30,6%	n.a.
Index	7,2%	6,1%	6,4%	7,6%	-35,7%	n.a.
Skillnad	6,5%	2,8%	2,3%	2,5%	5,1%	n.a.
Senaste	3 mån	6 mån	1 år	2 år	3 år	4 år
Portfölj	3,9%	10,1%	13,8%	11,3%	10,4%	10,3%
Index	1,8%	3,6%	7,2%	6,7%	6,6%	6,8%
Skillnad	2,1%	6,6%	6,5%	4,6%	3,8%	3,5%

## Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



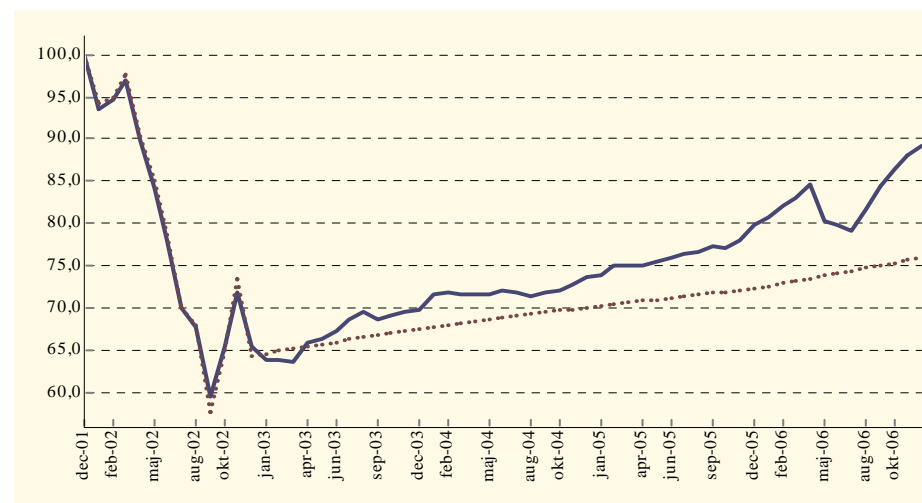
— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP6 - BM Total Portfölj

## Sjätte AP-fonden - Likviditetsportföljen

## Nyckeltal sedan start

Marknadsvärde (KSEK)	0	Beta	0,85
Avkastning - portfölj	-2,3%	Förklaringsgrad	0,86
Avkastning - index	-5,3%	Tracking Error	5,3%
Skillnad	3,1%	Info kvot	0,58
Standardavvik - portfölj	13,1%	Jensens alfa	1,8%
Standardavvik - index	14,3%	Avk/stdav - dito Index	0,20
		Konsistens	61,7%

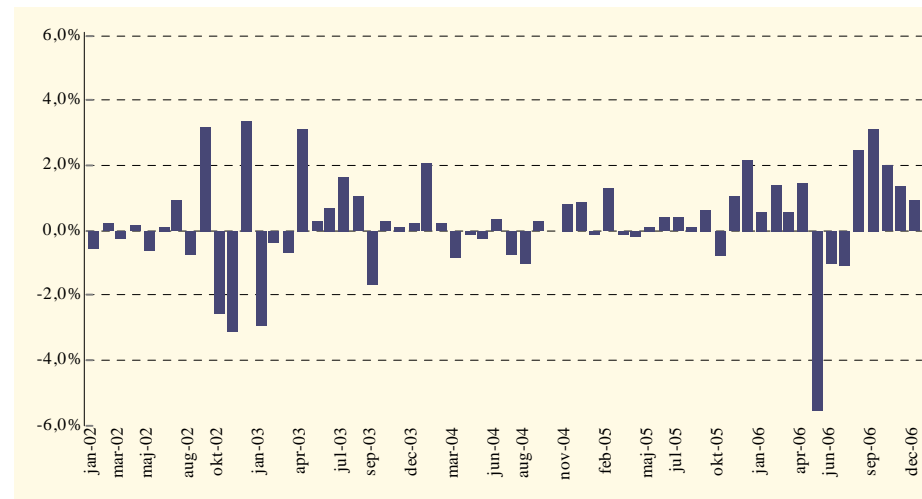
## Portföljtillväxt jämfört med index



## Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
MV (MSEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Portfölj	11,6%	8,4%	5,4%	6,8%	-34,6%	n.a.
Index	5,1%	3,1%	3,7%	5,1%	-35,7%	n.a.
Skillnad	6,5%	5,3%	1,7%	1,7%	1,1%	n.a.
Senaste	3 mån	6 mån	1 år	2 år	3 år	4 år
Portfölj	5,6%	11,7%	11,6%	10,0%	8,5%	8,0%
Index	1,3%	2,5%	5,1%	4,1%	4,0%	4,3%
Skillnad	4,3%	9,2%	6,5%	5,9%	4,5%	3,8%

## Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP6 - BM Likviditetsportföljen

## Rapport – Sjunde AP-fonden

Det övergripande målet för PSF är att totalavkastningen under löpande femårsperioder minst ska motsvara genomsnittet för samtliga fonder som kan väljas aktivt i premiepensionssystemet, men till lägre risk. Motsvarande mål för PVF är att totalavkastningen under löpande femårsperioder ska vara minst 0,35 % högre än genomsnittet för samtliga fonder som kan väljas aktivt i premiepensionssystemet.

PVFs målsättning har ändrats från och med 1 januari 2004. Tidigare gällde att totalavkastningen under löpande femårsperioder minst skulle vara så god att PVF tillhörde den bästa fjärdedelen av fonder som kan väljas aktivt i premiepensionssystemet.

## Utveckling av den strategiska portföljen

### Utveckling av investeringsstrategin

Vid slutet av 2006 utgjordes investeringsstrategin inom PSF av 82 % aktier, 10 % räntebärande och 8 % alternativa investeringar. För PVF var motsvarande siffror 88 % aktier, 4 % räntebärande (svenska reala obligationer) och 8 % alternativa investeringar. Samma investeringsstrategi har i princip gällt sedan årsskiftet 2002, den enda förändring som skett är att kassan saknar egen vikt sedan 2004.

### Premiesparfonden

Tillgångsslag	dec-06	dec-05	dec-04	dec-03	dec-02	dec-01	dec-00
Svenska aktier	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	25,0	20,0
Globala aktier	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0
Kassa	-	-	-	1,0	1,0	1,0	1,0
Svenska reala räntor	10,0	10,0	10,0	9,0	9,0	9,0	14,0
Alternativa investeringar	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	-	-
<b>Totalt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Valutaexponering	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	32,5	32,5

### Premievalsfonden

Tillgångsslag	dec-06	dec-05	dec-04	dec-03	dec-02	dec-01	dec-00
Svenska aktier	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	25,0	20,0
Globala aktier	68,0	68,0	68,0	68,0	68,0	72,0	75,0
Kassa	-	-	-	1,0	1,0	1,0	1,0
Svenska reala räntor	4,0	4,0	4,0	3,0	3,0	2,0	4,0
Alternativa investeringar	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	-	-
<b>Totalt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Valutaexponering	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	36,0	37,5

Investeringar i globala aktier sker i fyra regioner där det passiva positionsalternativet utgörs av respektive regions marknadsvikt. Exponeringar i utländska valutor kurssäkras till svenska kronor med 50 %. Valutaexponeringar i hedgefonder kurssäkras till 100 %.

Den öppna valutaexponeringen uppgår strategiskt till ca 38,5 % av den totala portföljen i PSF och ca 38 % av den totala portföljen i PVF. Valutasäkringsstrategin är inte påtvingad av lag, vilket är fallet med övriga AP-fonder, utan är ett strategiskt beslut som styrelsen fattade i samband med fondens start.

Valutasäkringsstrategin utgör en stor skillnad jämfört med den övervägande delen av PPM-fonderna, vilka ej valutasäkras. En annan stor skillnad jämfört PPM-fonderna är att den svenska aktieandelen i PSF och PVF är betydligt lägre. Enligt den analys AP7 har gjort uppgick den svenska aktieandelen i PPM-index till nästan 40 % vid utgången av 2006.

### ***Kommentarer till strategiförändringar 2000 - 2006***

I mars 2001 beslutade styrelsen att ändra investeringsstrategin i både PSF och PVF genom att öka allokering till aktier på bekostnad av fördelningen till räntor. Bakgrunden till förändringen var en analys av hur spararna i PPM hade gjort sina initiala val jämfört med de antaganden fonden fick göra vid fastställandet av sin inledande strategiska fördelning. Analysen visade att fonden hade underskattat den genomsnittliga PPM-spararens aktieandel, vilket medförde att det fanns en relativt hög risk att fondens övergripande målsättningar för PSF och PVF inte skulle infrias. Vidare beslutades att öka andelen svenska aktier inom aktieportföljen. De skedde i syfte att höja portföljens förväntade avkastning. Ett annat skäl var att genomsnittsfonden visade sig ha en betydligt högre andel svenska aktier än vad som tidigare hade antagits.

I februari 2002 beslutade styrelsen om allokering till alternativa investeringar. Det nya tillgångsslaget gavs en strategisk vikt om 8 % i både PSF och PVF (den legala begränsningen var 10 %). Syftet med allokeringen var att höja portföljens förväntade avkastning utan att öka risken. I PVF fördelades allt till tillgångsslaget private equity. Det kunde inte göras i PSF då detta skulle ha medfört att risken i denna fond ökade. I PSF fördelades därför allokeringen till alternativa investeringar lika mellan riskkapitalfonder och hedgefonder. Inom PSF finansierades allokering genom en neddragning av andelen svenska aktier. Inom PVF finansierades allokering genom neddragning av aktieandelen totalt sett.

Under 2004 beslutade styrelsen att ta bort den strategiska allokeringen till kassa som istället fördes över till ränteportföljen. Allokeringen till kassan hade tillkommit som en försiktighetsåtgärd för att ha tillräcklig likviditet i samband med krav på lösen av andelar. När erfarenheten visade hur stora kraven på inlösen normalt var, fanns det inget behov av den särskilda allokeringen till kassa. I sammanhanget diskuterades i allmänna ordalag risken med att förändra investeringsstrategin alltför ofta, eftersom större förändringar i den strategiska tillgångsfördelningen kan medföra transaktionskostnader som inte är obetydliga.

### ***Målsättning för aktiv avkastning***

Styrelsen för AP7 har slagit fast en målsättning för fondernas avkastning i relation till marknadsbaserade jämförelseindex. Sedan juni 2002 är det operativa målet för båda fonderna att överträffa index med 0,5 % per år med en aktiv risk som maximalt får uppgå till 3 % över rullande 12-månadersperioder.

Målet för överavkastning har ändrats vid två tillfällen sedan fondernas start. Från början sattes målet till 0 % då allt förvaltades passivt. När aktiv förvaltning hade införts för delar av aktieportföljen ändrades målet för överavkastning till 0,3 % per år fr.o.m. januari 2002. När allokering till alternativa investeringar hade implementerats höjdes målsättningen igen till nu gällande 0,5 %.

### ***Budgetering av aktiv avkastning och aktiv risk***

Styrelsen har delegerat till VD att fördela den totala aktiva risklimiten till enskilda förvaltare och mandat. Uppföljning av risker och limiter rapporteras kvartalsvis till styrelsen av chefen för fondadministration.

Vid en jämförelse av hur målsättningarna för de aktiva förvaltningsmandaten i PSF överensstämmer med det totala målet för överavkastning kan konstateras att fonden "skjuter mitt i målet", dvs den kapitalvägda summan av målsättningarna för respektive förvaltningsmandat motsvarar ganska exakt 0,5 %. Detta innebär att om en förvaltare helt eller delvis misslyckas att nå sin mandatmålsättning medan övriga förvaltare precis klarar sina, så kommer det totala överavkastningsmålet inte uppnås.

## **Portföljstrukturens utveckling**

### ***Intern och extern förvaltning***

Under 2002 fastläggs vissa principer för valet av extern kontra intern förvaltning. För det första klarläggs att fördelningen är ett styrelsebeslut och som ska baseras på en jämförelse av kostnader och förväntad förvaltningskvalitet mellan alternativen. Beslutet ska utvärderas var tredje år. För det andra fastställs att det inom nästan alla områden finns mycket som talar för att fonden ska engagera externa förvaltare. Det finns många och fullgoda externa alternativ på marknaden med lokal analys- och förvaltningskapacitet. En av fondens stora uppgifter kommer därför att vara att utvärdera de externa förvaltarna. För att kunna fullgöra denna uppgift på ett bra sätt menar emellertid fonden att den i vissa delar själv behöver vara en aktiv marknadsaktör.

Under 2006 har fonden gjort en översyn av befintliga externa förvaltare, vilket kommer att leda till förändringar. Dessa kommer implementeras under 2007 (en ny förvaltare har dock redan tillkommit under 2006).

Vid utgången av 2006 uppgick andelen internt förvaltad kapital till 20 % inom PSF och 16 % inom PVF. Den interna andelen avsåg förvaltning av svenska realräntor samt 60 % av den svenska aktieförvaltningen.

### ***Aktiv och passiv förvaltning***

I april 2001 fastställde styrelsen en fördelning mellan aktiv och passiv aktieförvaltning som ska ses över vart tredje år. Den fördelning som fastställdes mellan aktiv/passiv inom respektive region var; Sverige 75/25 %, Europa 50/50 %, Nordamerika 0/100 %, Japan 100/0 % samt Asien exkl. Japan 100/0 %. Fördelningen baserades på en studie av marknads effektivitet inom respektive region. Studien visade att den nordamerikanska marknaden var mest effektiv och därför minst lämpad för aktiv förvaltning.



I februari 2005 beslutade styrelsen att ändra fördelningen mellan aktiv och passiv aktieförvaltning. Ändringen omfattade endast fördelning inom svenska aktier, där den aktiva delen drogs ned. Fördelningen ändrades från 75/25 % till 67/33 %. Skälet till beslutet var en uppdatering av studien från 2001 där det visade sig att den svenska aktiemarknaden hade varit ett svagt område att bedriva aktiv förvaltning i. Inom övriga regioner visade studien att det inte fanns något behov av att ändra fördelningen mellan aktiv och passiv förvaltning.

I oktober 2005 fattade styrelsen beslut om att ändra placeringspolicyn för att tillåta alfa/beta separering inom den interna förvaltningen av svenska aktier. Bakgrunden till beslutet var det svaga aktiva avkastningsresultaten. Genom att mandatmässigt särskilja alfa-avkastningsförmågan från den avkastning som kommer från marknadsexponering är det fondens förhoppning att det ska leda till bättre aktiv avkastning. Nu när fonden praktiserat denna metod under drygt 1 år känner man sig mogen att söka externa leverantörer även om målsättningarna hitills inte riktigt infriats. Fonden ämnar ge detta projekt stor prioritet under 2007.

## **Avstämningar och kontroller**

### ***Validering av portföljavkastning***

AP7 tillämpar två parallella värderingsmetoder för sina fonder som båda offentliggörs. Köp och inlösen av andelar sker till s.k. NAV-kurser som beräknas dagligen kl. 16.00. Inga skillnader har noterats mellan fondens och våra avkastningsberäkningar baserade på NAV-kurser.

Som ett komplement görs även på daglig basis en värdering vid marknadernas stängning (benämns "EOP" efter "End Of Period"). Avkastningsberäkningar baserade på denna värdering används för utvärdering mot marknadsbaserade jämförelseindex och operativa målsättningar för PSF och PVF.

### ***Validering av jämförelseindex***

För utvärdering av sina resultat använder AP7 dels ett PPM-index (som beskriver den genomsnittliga avkastningen för de fonder som kan väljas av premiepensionsspararna) och dels ett marknadsbaserat jämförelseindex. Vi har inte uppmärksammat några avvikelser vid valideringen av vare sig PPM- eller marknadsindex.

### ***Avstämning mot fondens årsredovisning***

De portföljdata som AP7 levererat i samband med utvärderingen stämmer i allt väsentligt överens med värden i årsredovisningarna för åren 2001 – 2006.

## Analys av prestationer

### Resultat mot PPM-index

I tabellen nedan redovisas NAV-avkastningen för PSF och PVF samt motsvarande uppgifter för PPM-index. Avkastningen för fonderna redovisas efter avdrag för kostnader men före avgiven rabatt på förvaltningsarvodet till PPM-systemet.

Per 2006-12-31	Avkastning				Risk och riskjusterad	
	2006		Senaste fem åren		avkastning sen. fem åren	
	Portfölj %*	Relativt PPM-index	Portfölj %*	Relativt PPM-index	Aktiv risk, %	Info. kvot
Premiesparfonden (NAV)	10,5	-2,5	1,4	0,9	3,1	0,29
Premievalsfonden (NAV)	11,7	-1,3	1,2	0,1	2,5	0,05

\* För perioder längre än ett år redovisas avkastningen på årsbasis. För kortare perioder redovisas ackumulerad avkastning.

PSF har uppnått sin målsättning då PPM-index överträffats med i snitt 0,9 % per år under den senaste femårsperioden. Målsättningen är även att risken för förvaltningen, mätt som standardavvikelse, ska vara lägre än för jämförelseindex. Även denna målsättning är uppfylld då den årliga standardavvikelsen uppgår till 13,9 % för PSF jämfört med 16,7 % för jämförelseindex.

För PVF är nuvarande målsättningen att över löpande femårsperioder överträffa PPM-index med 0,35 % per år. Då PVF under utvärderingperiodens två första år presterat sämre än den dåvarande målsättningen, samt att fonden även under de senaste tre åren med den nya målsättningen presterat sämre än index, drar vi slutsatsen att målsättningen inte har infriats. Sett till hela den senaste femårsperioden har PVF presterat 0,1 procentenheter högre avkastning än PPM-index vilket är lägre än den nuvarande målsättningen.

För både PSF och PVF gäller att fonderna presterat sämre avkastning än PPM-index under 2006. En förklaring till det är att fonderna har en betydligt mindre andel svenska aktier (och större andel utländska aktier) än PPM-index. Den negativa effekten till följd av dessa skillnader i marknadsallokering har motverkats av positiva effekter från den valutasäkringsstrategi som PSF och PVF tillämpar under 2006. Effekterna från skillnader i marknadsallokering och valutakurrsäkringsstrategin jämfört med PPM-index utgör viktiga förklaringar även till resultaten över hela femårsperioden. De mer exakta effekterna låter sig dock inte beräknas givet befintligt datamaterial.

### Resultat mot marknadsbaserade jämförelseindex

I tabellen nedan redovisas en sammanfattning av portföljresultaten före avdrag för kostnader. Resultaten i tabellen baserar sig på EOP-avkastningsberäkning.

Per 2006-12-31	Avkastning				Risk och riskjusterad	
	2006		Senaste fem åren		avkastning sen. fem åren	
	Portfölj %*	Relativt index	Portfölj %*	Relativt index	Aktiv risk, %	Info. kvot
Premiesparfonden (EOP)	10,8	0,1	6,1	-0,1	0,6	-0,14
Premievalsfonden (EOP)	12,0	0,1	5,9	-0,4	0,8	-0,49

\* För perioder längre än ett år redovisas avkastningen på årsbasis. För kortare perioder redovisas ackumulerad avkastning.

Under 2006 visar båda fonderna något högre avkastning än jämförelsesindex (0,1 % för respektive fond). Senaste femårsperioden har PSF och PVF haft en underavkastning på 0,1 respektive 0,4 procentenhet per år. Förvaltningen har således inte uppnått målsättningen för överavkastningen i förhållande till jämförelseindex.

### ***Bidragsanalys***

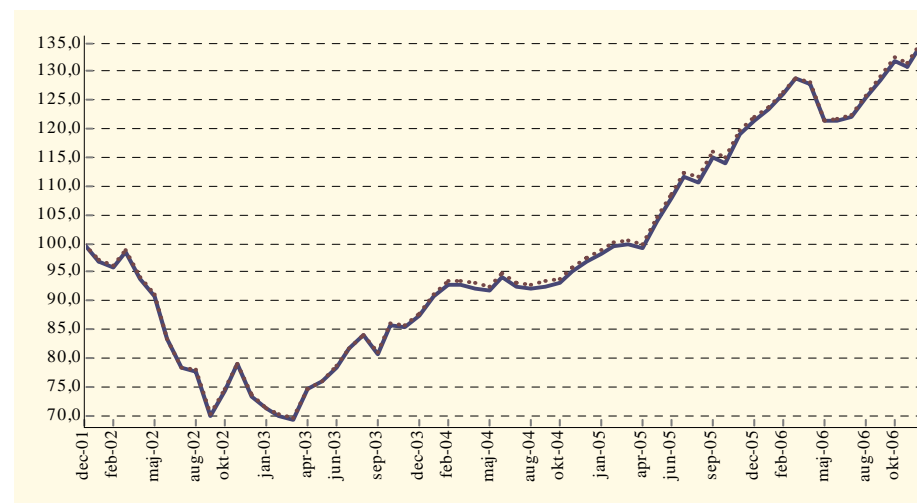
I enlighet med vårt uppdrag för resultatutvärderingen av AP7 ingår inte en analys av tillgångsslagens bidrag till den totala portföljens relativa avkastning.

## AP7 - Premiesparfonden EOP

## Nyckeltal sedan start

Marknadsvärde (KSEK)	0	Beta	1,00
Avkastning - portfölj	6,1%	Förklaringsgrad	1,00
Avkastning - index	6,2%	Tracking Error	0,6%
Skillnad	-0,1%	Info kvot	-0,14
Standardavvik - portfölj	12,0%	Jensens alfa	-0,1%
Standardavvik - index	11,9%	Avk/stdav - dito Index	-0,01
		Konsistens	45,0%

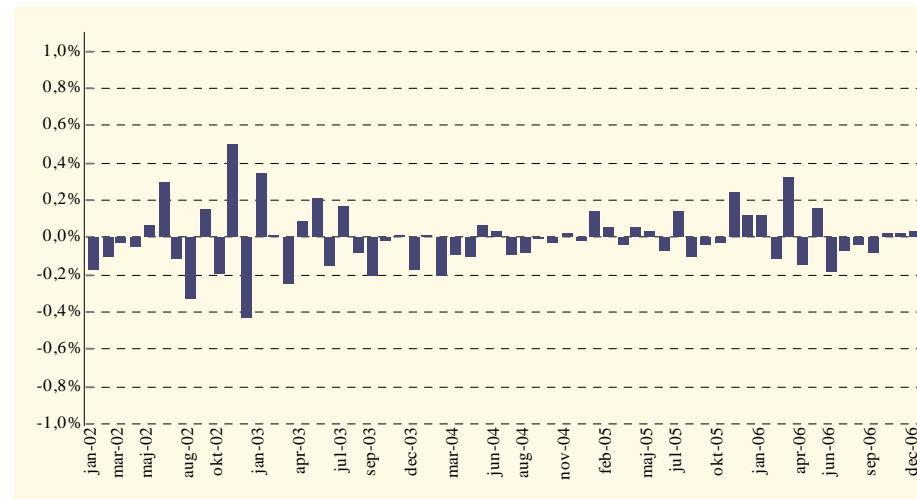
## Portföljtillväxt jämfört med index



## Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
MV (MSEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Portfölj	10,8%	25,7%	10,6%	19,5%	-26,8%	n.a.
Index	10,8%	25,1%	11,1%	19,5%	-26,5%	n.a.
Skillnad	0,1%	0,6%	-0,5%	0,0%	-0,3%	n.a.
Senaste	3 mån	6 mån	1 år	2 år	3 år	4 år
Portfölj	4,7%	10,8%	10,8%	18,0%	15,5%	16,5%
Index	4,7%	10,9%	10,8%	17,7%	15,5%	16,5%
Skillnad	0,1%	-0,1%	0,1%	0,3%	0,0%	0,0%

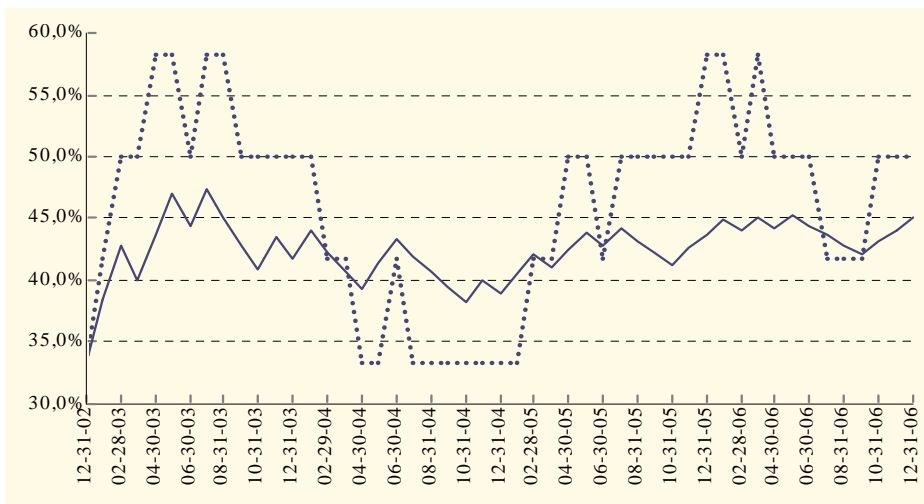
## Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



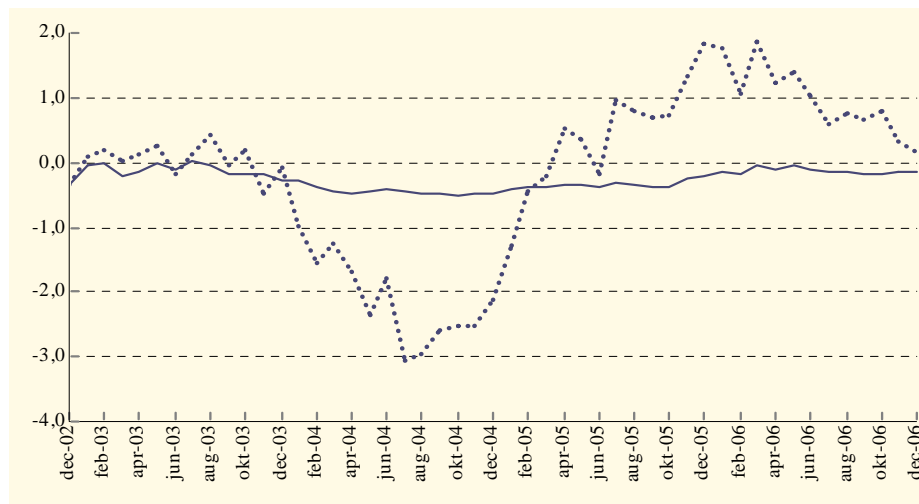
— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP7 - BM Premiesparfonden Wassum

AP7 - Premiesparfonden EOP

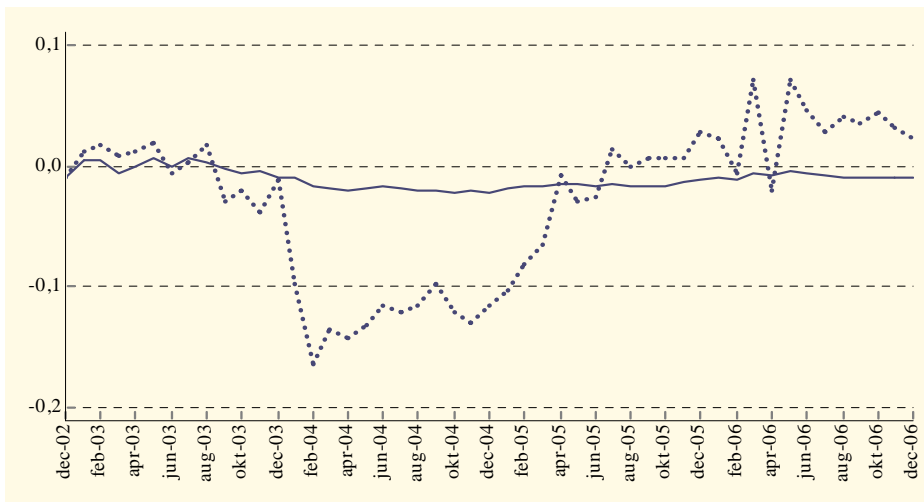
Consistency



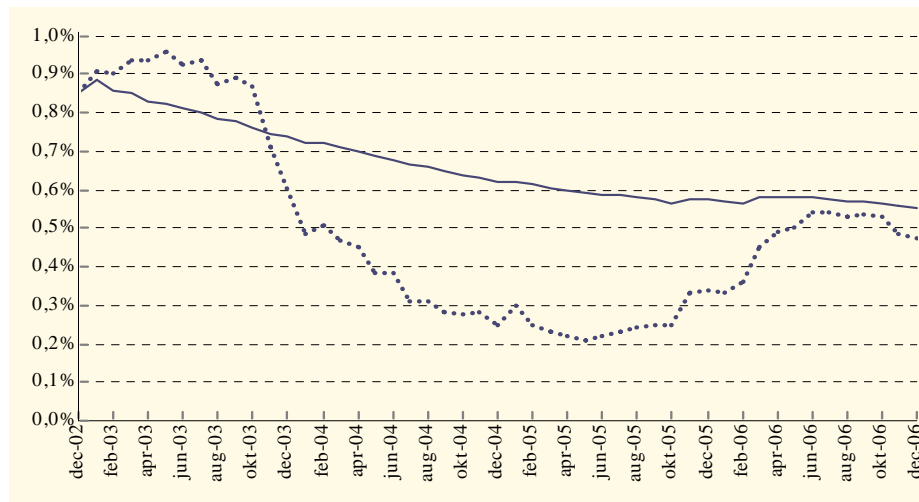
Information quotient



Sharpe index



Tracking error



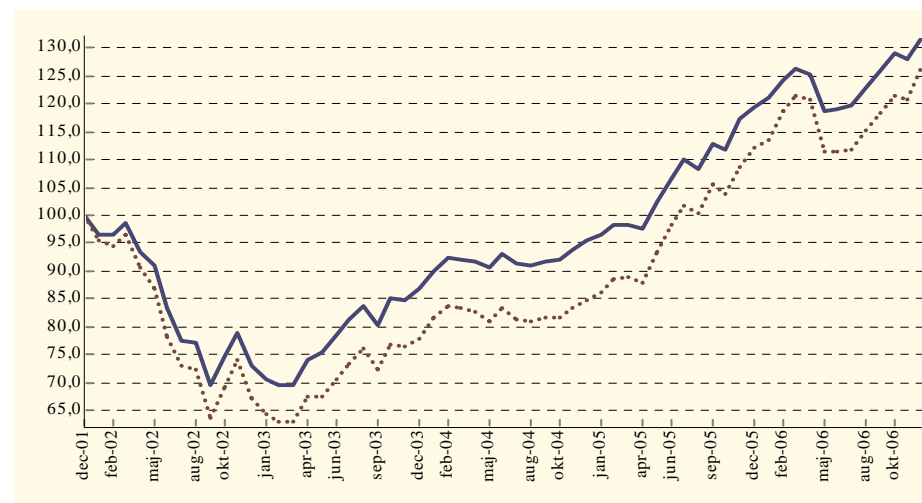
— Portföli Ackumulerat    - - - - - Portföli Rullande 12 mån

## AP7 - Premiesparfonden NAV

## Nyckeltal sedan start

Marknadsvärde (KSEK)	0	Beta	0,83
Avkastning - portfölj	5,7%	Förklaringsgrad	0,98
Avkastning - index	4,8%	Tracking Error	3,1%
Skillnad	0,9%	Info kvot	0,28
Standardavvik - portfölj	12,4%	Jensens alfa	1,2%
Standardavvik - index	14,7%	Avk/stdav - dito Index	0,13
		Konsistens	45,0%

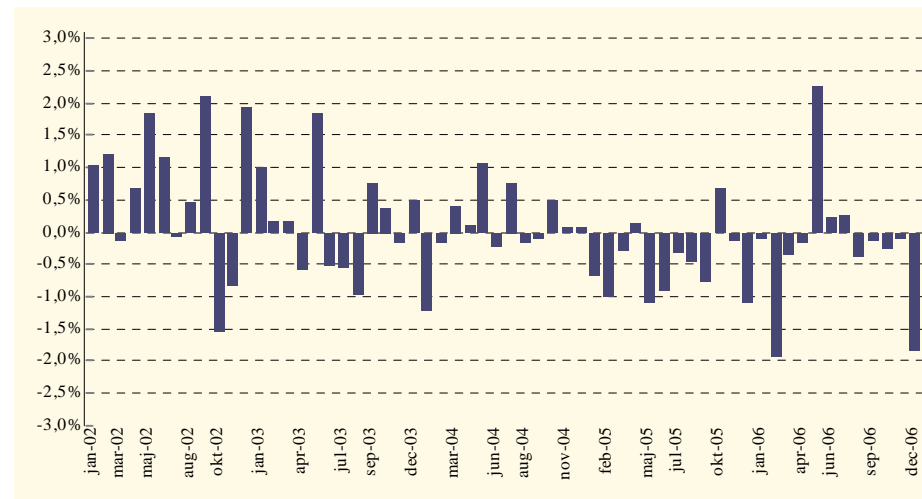
## Portföljtillväxt jämfört med index



## Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
MV (MSEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Portfölj	10,5%	25,1%	10,1%	18,7%	-27,0%	n.a.
Index	13,0%	32,4%	8,8%	16,2%	-33,0%	n.a.
Skillnad	-2,5%	-7,3%	1,3%	2,6%	6,1%	n.a.
Senaste	3 mån	6 mån	1 år	2 år	3 år	4 år
Portfölj	4,7%	10,7%	10,5%	17,6%	15,0%	15,9%
Index	6,9%	13,4%	13,0%	22,3%	17,6%	17,2%
Skillnad	-2,3%	-2,7%	-2,5%	-4,7%	-2,6%	-1,3%

## Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



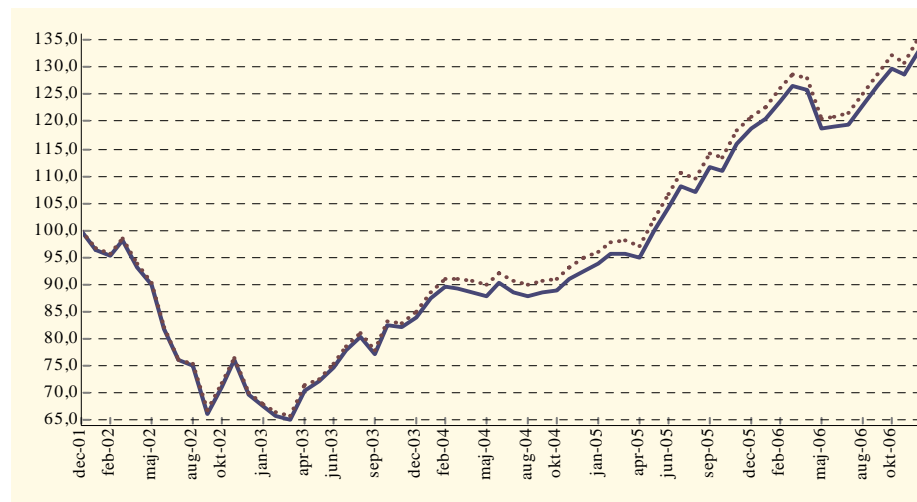
— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP7 - BM PPM index Premiesparfonden

AP7 - Premievals-fonden EOP

Nyckeltal sedan start

<b>Marknadsvärde (KSEK)</b>	0	<b>Beta</b>	1,00
<b>Avkastning - portfölj</b>	5,9%	<b>Förklaringsgrad</b>	1,00
<b>Avkastning - index</b>	6,3%	<b>Tracking Error</b>	0,8%
<b>Skillnad</b>	-0,4%	<b>Info kvot</b>	-0,49
<b>Standardavvik - portfölj</b>	13,6%	<b>Jensens alfa</b>	-0,4%
<b>Standardavvik - index</b>	13,6%	<b>Avk/stdav - dito Index</b>	-0,03
		<b>Konsistens</b>	36,7%

Portföljtillväxt jämfört med index



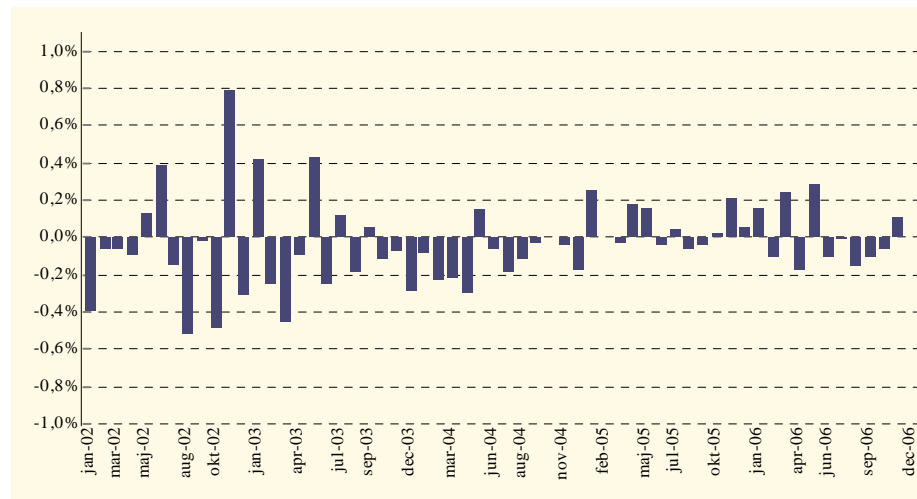
Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>MV (MSEK)</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
<b>Portfölj</b>	12,0%	28,4%	10,3%	20,7%	-30,5%	n.a.
<b>Index</b>	11,9%	27,5%	11,6%	21,4%	-30,0%	n.a.
<b>Skillnad</b>	0,1%	0,9%	-1,4%	-0,8%	-0,5%	n.a.

Senaste	3 mån	6 mån	1 år	2 år	3 år	4 år
<b>Portfölj</b>	5,2%	11,7%	12,0%	19,9%	16,6%	17,6%
<b>Index</b>	5,2%	11,9%	11,9%	19,4%	16,8%	17,9%
<b>Skillnad</b>	0,1%	-0,2%	0,1%	0,5%	-0,1%	-0,3%

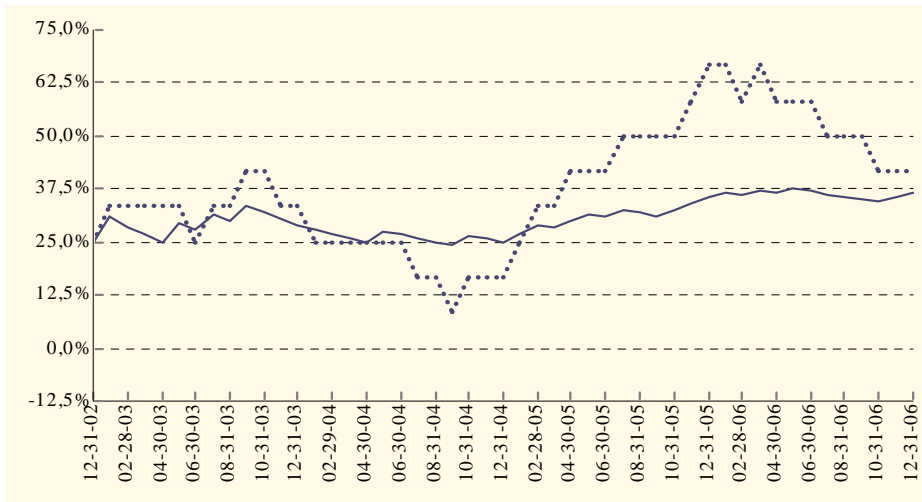
Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



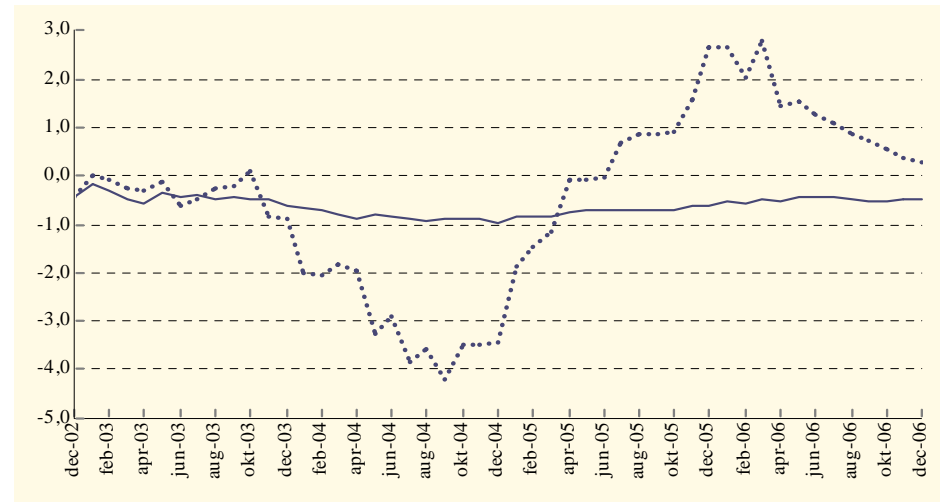
— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP7 - BM Premievals-fonden Wassum

AP7 - Premievals-fonden EOP

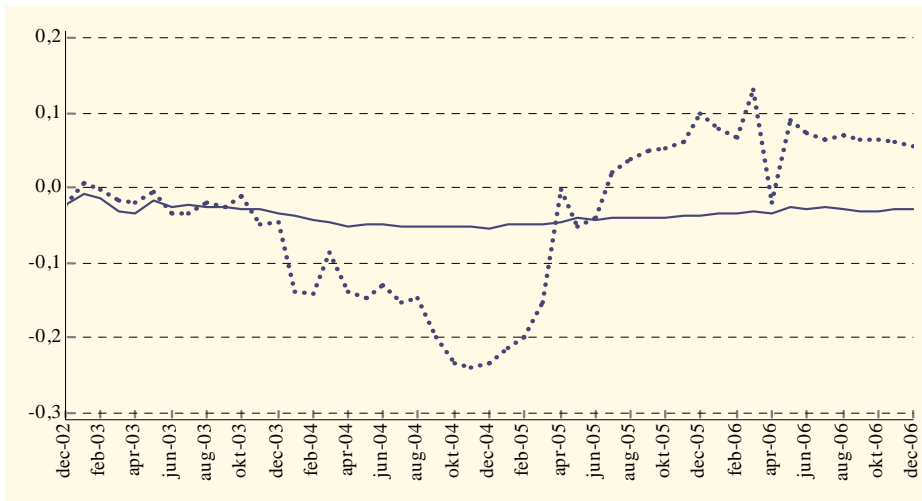
Consistency



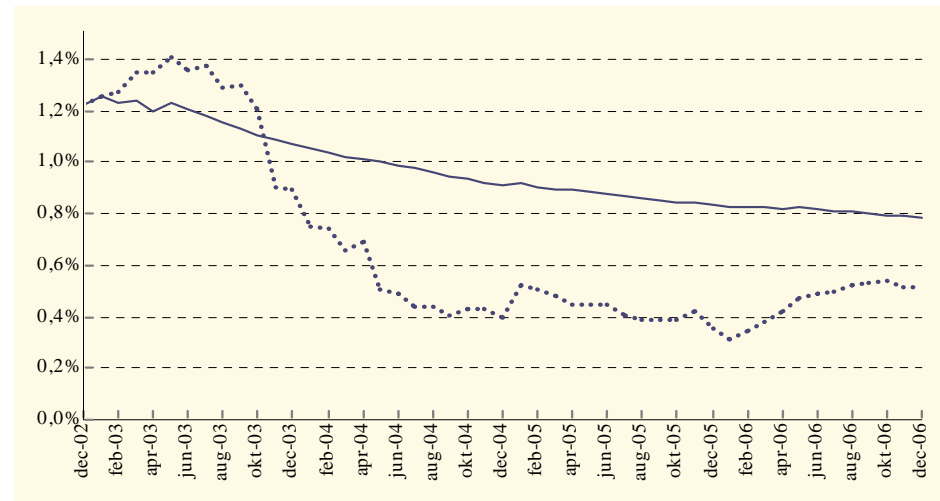
Information quotient



Sharpe index



Tracking error



— Portföli Ackumulerat    ···· Portföli Rullande 12 mån

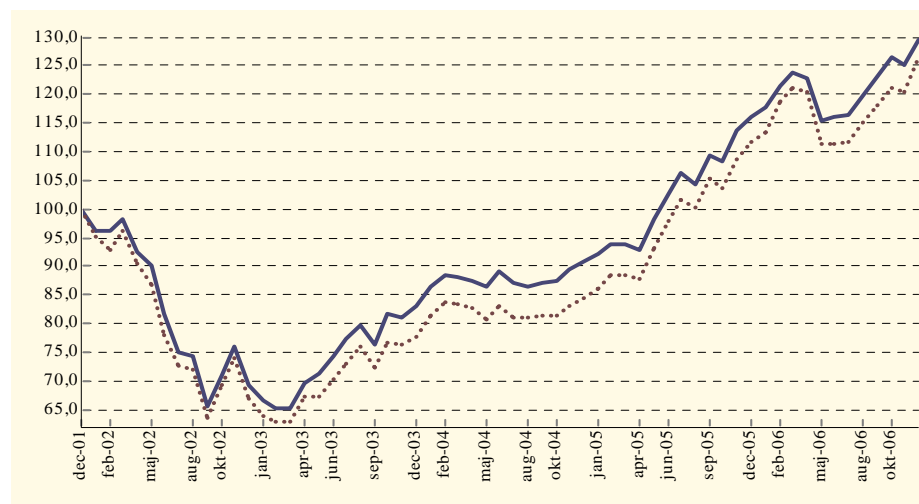


## AP7 - Premievals-fonden NAV

## Nyckeltal sedan start

Marknadsvärde (KSEK)	0	Beta	0,94
Avkastning - portfölj	5,3%	Förklaringsgrad	0,97
Avkastning - index	4,8%	Tracking Error	2,6%
Skillnad	0,5%	Info kvot	0,21
Standardavvik - portfölj	14,1%	Jensens alfa	0,7%
Standardavvik - index	14,8%	Avk/stdav - dito Index	0,06
		Konsistens	51,7%

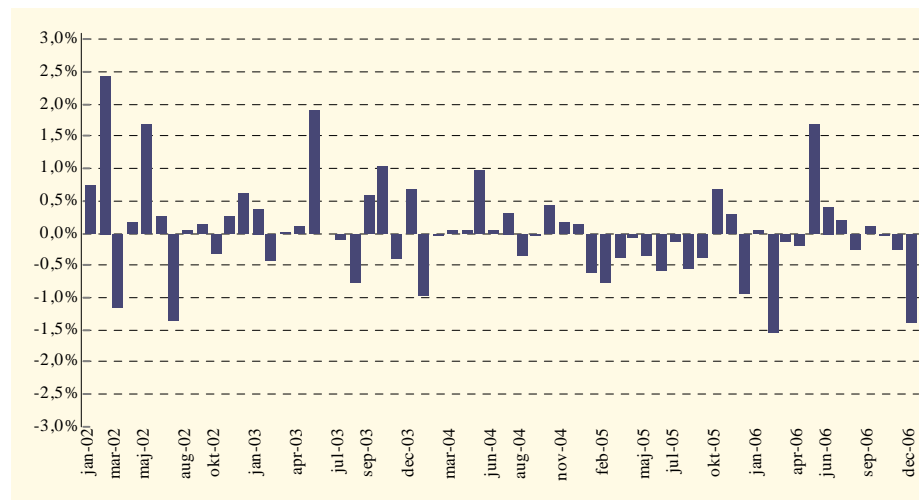
## Portföljtillväxt jämfört med index



## Avkastning

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
MV (MSEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Portfölj	11,7%	27,6%	9,6%	19,6%	-30,6%	n.a.
Index	13,0%	32,4%	8,8%	16,1%	-33,1%	n.a.
Skillnad	-1,3%	-4,8%	0,9%	3,5%	2,5%	n.a.
Senaste	3 mån	6 mån	1 år	2 år	3 år	4 år
Portfölj	5,2%	11,7%	11,7%	19,4%	16,1%	16,9%
Index	6,9%	13,4%	13,0%	22,3%	17,6%	17,2%
Skillnad	-1,7%	-1,8%	-1,3%	-2,9%	-1,6%	-0,3%

## Avkastningsavvikelse mot jämförelseindex per månad



— Portfölj    - - - - - Jämförelseindex    AP7 - BM PPM index Premievals-fonden

## Ordförklaringar

### *Marknadsvärde*

Marknadsvärdet vid utgången av den angivna tidsperioden.

### *Avkastning – portfölj*

Effektiv årsavkastning på en placering från och med periodens början till och med periodens slut (inkl. ränta på ränta). Avkastningen redovisas på årsbasis i det fall perioden överstiger 12 månader.

### *Avkastning – index*

Effektiv årsavkastning för det jämförelseindex som används från och med periodens början till och med periodens slut (inkl. ränta på ränta). Vilket index som använts anges nere till höger på respektive rapport sida.

### *Standardavvik – portfölj*

Den årliga standardavvikelsen sedan periodens början för den aktuella portföljen.

Standardavvikelsen beräknas utifrån medelvärdet för de månadsobservationer som anger avkastning under rapportperioden. Det är ett riskmått som mäter de enskilda månadsobservationernas spridning från medelvärdet. Standardavvikelsen mäter avkastningens totala variation (risken) – ju högre standardavvikelse desto större variation (risk).

Standardavvikelsen visar en placerings risk i relation till andra placeringar. Korta ränteplaceringar har låg standardavvikelse och därmed låg risk, medan marknader med större svängningar, t.ex. nya aktiemarknader, uppvisar betydligt högre standardavvikelser och risk.

### *Standardavvik – index*

Den årliga standardavvikelsen sedan periodens början för det jämförelseindex som använts. Se Standardavvik – portfölj för närmare förklaring.

### *Beta*

Nyckeltalet visar sambandet i avkastning mellan marknaden, representerad av jämförelseindex, och den aktuella portföljen. Benämns även marknadsrisk.

Exempel: Beta = 1, portföljens avkastning tenderar att uppföra sig som marknaden avkastning. Beta < 1, marknaden svängningar försvagas (både uppåt och nedåt). Beta > 1, marknaden svängningar förstärks.

### *Förklaringsgrad*

Anger graden av samvariation mellan portföljens avkastning och marknaden avkastning. Anger även tillförlitligheten i beräkningen av Beta. Förklaringsvärdet kan anta värden mellan 0 och 1, där värden nära 1 indikerar att den aktuella portföljen följt marknaden, det vill säga att förvaltaren i det närmaste har placerat enligt index.

### ***Tracking error***

Mäter storleken på avvikelser mellan portföljens avkastning och avkastningen för jämförelseindex. Benämns även aktiv risk. Enkelt uttryckt kan tracking error sägas skapa både positiva och negativa avkastningsmöjligheter jämfört med marknaden (jämförelseindex). Ett högt tracking error indikerar att förvaltaren avviker mycket från den övriga marknaden (index), d.v.s. tagit egen ställning och placerat på annat sätt än det som motsvaras av index. Värt att notera är att HWIP använder sig av kvadratsummeformel istället för standaravvikelseformel. Orsaken till detta val är att standardavvikelseformeln i vissa fall tenderar att underskatta aktivitetsnivån i jämförelse med vad som i själva verket har varit fallet.

### ***Info kvot (informationskvot)***

Informationskvoten ställer portföljens uppnådda avkastning (över jämförelseindex) i relation till den aktiva risken (tracking error). Kvoten anger alltså hur mycket extra avkastning som uppnåtts per enhet extra risk som förvaltaren tagit. Nyckeltalet ska främst användas vid jämförelser med andra liknande portföljer.

Generellt kan emellertid sägas att värden kring 1 är mycket bra, värden kring 0,5 är bra medan värden kring 0 och därunder inte är godkända.

### ***Jensens alfa***

Nyckeltalet ger uttryck för den faktiska, uppnådda riskpremien i den aktuella portföljen i relation till den förväntade (enligt Capital Asset Pricing Model). Ett positivt tal innebär att portföljen har presterat bättre än vad som kan förväntas, givet den marknadsrisk portföljen har haft historiskt.

### ***Avk/stdav – dito index***

Jämför portföljens uppnådda avkastning i relation till total risk (standardavvikelsen) med motsvarande beräkning för jämförelseindex. Jämförelsen visar om förvaltarens aktiva insatser givit mer avkastning per total riskenheter än vad motsvarande jämförelseindex gjort. Positiva värden är bra medan negativa är dåliga.

### ***Konsistens***

Anger hur stor andel av periodens totala antal månader som portföljen överträffat index. Beskriver hur avkastning uppkommit – genom enstaka händelser eller som följd av en konsekvent överavkastning jämfört med index. Kan anta värden mellan 0 och 100 %, ju högre värde desto bättre konsistens. 50 % är ett neutralt resultat.

### ***Rullande 12 månader***

För att bättre spegla utvecklingen för enskilda nyckeltal över tiden används rullande 12 månaders utveckling av dessa nyckeltal. På så sätt fångas förändringar upp vilket hjälper till att ge en mer nyanserad bild än den statistiska återgivningen av nyckeltal.