

# Regeringens skrivelse

## 2006/07:130

Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2002–2006 Skr.

2006/07:130

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 24 maj 2007

*Fredrik Reinfeldt*

*Mats Odell*  
(Finansdepartementet)

### Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen lämnar regeringen en redovisning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) verksamhet under femårsperioden 2002–2006. I redovisningen ingår bl.a. en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar 2006, en utvärdering av fondernas förvaltning sedan 2002 och en bedömning av fondernas strategiska beslut i ett något längre perspektiv än fem år.

Sammanställningen av AP-fondernas årsredovisningar visar att resultatet för buffertfonderna sammantagna, dvs. Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna, uppgick till 82,5 miljarder kronor 2006. Förutom resultatet påverkades buffertkapitalet av ett positivt nettoinflöde av pensionsavgifter utöver pensionsbetalningar. Det summerade buffertkapitalet uppgick vid årets utgång till 857,9 miljarder kronor, vilket var 88,7 miljarder kronor mer än året innan.

Buffertfondernas samlade resultat uttryckt som avkastning var 10,7 procent 2006. Den genomsnittliga avkastningen under femårsperioden 2002–2006 uppgick till 7,4 procent per år, vilket motsvarar en real avkastning på 6,0 procent per år.

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

	2006	2005	2004	2003	2002	2002–2006
Första AP-fonden	9,6	17,4	11,2	16,3	-14,0	7,4
Andra AP-fonden	12,8	18,5	11,4	17,7	-15,4	8,2
Tredje AP-fonden	9,5	17,7	11,2	16,2	-12,6	7,8
Fjärde AP-fonden	10,4	16,8	10,5	16,8	-16,9	6,7
Sjätte AP-fonden	13,8	8,9	8,6	10,7	-30,9	0,6
<b>Totalt</b>	<b>10,7</b>	<b>17,4</b>	<b>10,9</b>	<b>16,4</b>	<b>-15,0</b>	<b>7,4</b>

AP-fondernas operativa förvaltning utvärderas över femårsperioden 2002–2006, medan en längre horisont eftersträvas vid utvärdering av styrelsernas strategiska beslut. Som väntat har dessa beslut avgörande betydelse för fondernas långsiktiga avkastning, varför de utgör en allt viktigare komponent i regeringens utvärdering. Buffertfondernas sammantagna avkastning, vilket inkluderar Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna, har hittills bidragit till inkomstpensionssystemets finansiella stabilitet genom att motverka systemets automatiska balansering. Buffertfondernas ackumulerade överskott i förhållande till inkomstindex motsvarade i stort sett pensionssystemets ackumulerade överskott vid utgången av 2006. Inkomstindex är styrande för den årliga uppräknings av inkomstpensionssystemets övriga tillgångar och skulder, utöver det fonderade kapitalet, och utgör därmed en lägsta norm för att avgöra om fonderna har bidragit till pensionssystemets finansiering. Utan buffertfondernas långsiktiga bidrag hade pensionssystemets automatiska balansering aktiverats vid minst ett tillfälle. En ny analys indikerar dessutom att Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga avkastning hittills varit konkurrenskraftig.

I enlighet med regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna sker en granskning av fondernas kostnadseffektivitet. Denna gång baseras granskningen på Första–Fjärde AP-fondernas aggregerade resultat. Som nämnts indikerar fondernas summerade avkastning att resultaten varit goda, i enlighet med pensionssystemets mål. Däremot har fondernas operativa förvaltning inte uppnått målet för verksamheten under femårsperioden 2002–2006. Det är inte säkerställt att fondernas aktiva förvaltning har bidragit positivt efter kostnader på aggregerad nivå under perioden 2002–2006, vilket inte hindrar att så kan vara fallet för enskilda fonder.

Sjätte AP-fonden har ett, jämfört med övriga buffertfonder, specialiserat uppdrag att investera i små och medelstora onoterade bolag. Fondens styrelse såg sig föranlåten att sänka marknadsrisken i förvaltningen av fondens likvida tillgångar vid en tidpunkt som i efterhand framstår som oförmånlig, vilket haft negativ påverkan på fondens långsiktiga avkastning. Sjätte AP-fondens operativa förvaltning har uppnått styrelsens mål på övergripande nivå.

Även Sjunde AP-fonden, som ingår i premiepensionssystemet, har deltagit i aktiemarknadernas fleråriga återhämtning, varför den långsiktiga avkastningen översteg både inflationen och riskfria räntan under perioden 2002–2006. Sjunde AP-fondens förvaltning av Premiesparfonden och Premievals-fonden har under samma tid överträffat genomsnittet av valbara fonder i premiepensionssystemet med 0,9 respektive 0,5 procentenheter per år.

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

	2006	2005	2004	2003	2002	2002– 2006
Premiesparfonden	10,5	25,1	10,1	18,7	-27,0	5,7
Premievals-fonden	11,7	27,7	9,6	19,6	-30,6	5,3

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

1	Inledning.....	5
2	Bakgrund och marknadsutveckling .....	7
2.1	Bakgrund.....	7
2.2	Utvecklingen på de finansiella marknaderna åren 2002–2006.....	8
2.2.1	Börsutvecklingen .....	8
2.2.2	Ränteutvecklingen .....	10
2.2.3	Valutautvecklingen .....	12
3	AP-fonderna och ålderspensionssystemet .....	14
3.1	Det allmänna ålderspensionssystemet.....	14
3.1.1	Närmare om inkomstpensionssystemet .....	15
3.2	Ålderspensionssystemet 2006.....	17
3.2.1	Inkomstpensionssystemet .....	17
3.2.2	Premiepensionssystemet .....	18
3.3	AP-fondernas uppbyggnad.....	19
3.3.1	Historik .....	19
3.3.2	Buffertfondernas roll i inkomstpensionssystemet .....	20
3.3.3	Sjunde AP-fondens roll i premiepensionssystemet .....	24
3.4	Buffertfondernas samlade resultat .....	24
4	Sammanställning av AP-fondernas redovisade resultat 2006 .....	28
4.1	Första–Fjärde AP-fonderna.....	28
4.1.1	Första AP-fondens resultat .....	28
4.1.2	Andra AP-fondens resultat .....	30
4.1.3	Tredje AP-fondens resultat .....	33
4.1.4	Fjärde AP-fondens resultat .....	35
4.2	Sjätte AP-fonden .....	38
4.3	Sjunde AP-fonden .....	41
4.4	Avvecklingsfonderna .....	43
5	Utvärdering av AP-fondernas verksamhet .....	45
5.1	Styrning och utvärdering av AP-fonderna .....	46
5.2	Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning.....	46
5.2.1	Första AP-fondens förvaltning .....	58
5.2.2	Andra AP-fondens förvaltning .....	61
5.2.3	Tredje AP-fondens förvaltning .....	65
5.2.4	Fjärde AP-fondens förvaltning .....	69
5.3	Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning .....	74
5.3.1	Strategiska beslut .....	74
5.3.2	Operativ förvaltning.....	78
5.4	Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning .....	81
5.4.1	Strategiska beslut .....	81
5.4.2	Operativ förvaltning.....	84
	Bilaga 1 Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna .....	86
	Bilaga 2 Årsredovisning för Första AP-fonden	

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

Skr. 2006/07:130

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträdet 24 maj 2007

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

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

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

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

Den i skrivelsen aktuella perioden 2002–2006 dominerades i början av fallande aktiekurser, en utveckling som kulminerade 2002, och utmärks därefter av en ihållande återhämtning med generellt stigande aktiekurser fyra år i följd. Som en följd därav, och i kombination med Första–Fjärde AP-fondernas beslut att hålla fast vid valda placeringsstrategier även när börsoron kulminerade 2002, kan AP-fondernas avkastning nu konstateras vara i linje med pensionssystemets mål. Buffertfondernas summerade avkastning sedan 2001 överstiger både inflationen och inkomstindex som är bestämmande för den årliga uppräkningsgraden av fördelningssystemets övriga tillgångar samt skulder, vilket har bidragit till systemets finansiella stabilitet. Sjunde AP-fondens avkastning är positiv i reala termer och överträffar även genomsnittet av valbara fonder inom premiepensionssystemet.

Eftersom AP-fonderna har bedrivit verksamhet enligt nuvarande regelverk under sex år eller mer kan utvärderingen ges en mer långsiktig inriktning. Resultatet av fondernas operativa förvaltning kan utvärderas över en femårig horisont. Utvärderingen av styrelsernas strategiska beslut bör beakta en så lång historik som möjligt, mot bakgrund av fondernas långsiktiga uppdrag. Denna gång tas fortsatta steg i den riktningen genom att jämföra Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga avkastning sedan halvårsskiftet 2001 med en jämförelsenorm som går utöver

AP-fonderna själva. Jämförelsen indikerar att fondernas långsiktiga avkastning totalt sett varit konkurrenskraftig.

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

I skrivelsen sammanfattas utvecklingen på de finansiella marknaderna i avsnitt 2. AP-fondernas roll i pensionssystemet och den övergripande utvecklingen under 2002–2006 beträffande pensionssystemet och buffertfondernas samlade resultat behandlas i avsnitt 3. AP-fondernas resultat sammanfattas på grundval av fondernas årsredovisningar i avsnitt 4. Därefter följer i avsnitt 5 regeringens utvärdering av verksamheten. Regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna återfinns i *bilaga 1*. AP-fondernas årsredovisningar återfinns i *bilagor 2–7*. Som vanligt har extern expertis anlåtats för att bistå vid utvärderingen. Konsulternas underlag återfinns i *bilaga 8*.

### 2.1 Bakgrund

Regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet sker i två steg. Först utvärderas styrelsernas strategiska beslut, som ofta har störst betydelse för fondkapitalets långsiktiga utveckling. Därefter utvärderas fondernas operativa resultat med utgångspunkt i de mål och riktlinjer som fastställts av styrelserna. Vid utvärderingen av AP-fondernas operativa förvaltningsresultat jämförs portföljernas avkastning med avkastningen på de marknader där fonderna placerat medel. En marknadsvärdering av tillgångarna medför att resultatet kan variera kraftigt från år till år som ett resultat av temporära svängningar i marknadspriserna. Sett över en längre period tenderar sådana tillfälliga fluktuationer i resultatet att utjämnas. Utvärderingsperioden bör därför sträcka sig över flera år. En alltför lång utvärderingsperiod kan dock medföra incitamentsproblem i förvaltningen, varför regeringen funnit att femåriga perioder är en lämplig avvägning. En utvärdering av styrelsernas strategiska beslut måste av naturliga skäl avse en längre period. I det sammanhanget kan fem år betraktas som ett minimum. Sjätte AP-fonden har bedrivit verksamhet sedan utgången av 1996, samtidigt som Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna har verkat under minst sex år.

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

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

## 2.2 Utvecklingen på de finansiella marknaderna åren 2002–2006

Skr. 2006/07:130

USA och många tillväxtmarknader (*emerging markets*) har uppvisat stark tillväxt 2003–2005, medan länderna i euroområdet hade en mer dämpad utveckling. Under 2006 har dock pendeln svängt genom att USA bromsat in samtidigt som tillväxten tilltagit i Europa. Euroområdet växte i den snabbaste takten på sex år under 2006.

Riskpremierna har sjunkit kraftigt de senaste fem åren vilket har drivit på avkastningen i det korta perspektivet, samtidigt som investerare kan förväntas få mindre betalt för att ta på sig risk framåt i tiden. Ränteskillnaden mellan stats- och företagsobligationer har fallit från höga till historiskt låga nivåer. Bland annat har ett ökat förtroende för centralbankernas inflationsmål bidragit till att löptidspremien fallit, dvs. investerare kräver mindre betalt för att köpa långa obligationer eftersom variationen i inflationen bedöms ha minskat. På senare år har sannolikt även ökade kapitalflöden från de oljeproducerande länderna bidragit till att pressa obligationsräntorna. Höga oljepriser har bidragit till stora inkomster för de oljeproducerande länderna som i stor utsträckning placerats på den internationella obligationsmarknaden. Dessutom har ett ökat globalt nettosparande och ändrade regler för privat pensionssparande sannolikt bidragit till lägre obligationsräntor, vilket påverkat aktiemarknaderna positivt.

### 2.2.1 Börsutvecklingen

Den omfattande börsnedgång som inleddes i mars 2000 bröts först tre år senare i och med 2003 års mycket starka utveckling. Börserna steg även under 2004, men i långsammare takt. Börsuppgången tog ny fart under 2005 och uppgången höll i sig under 2006.

Tabell 2.1 Aktiemarknadernas avkastning i lokal valuta 2002–2006 (procent p.a.).

	2006	2005	2004	2003	2002	Genomsnitt
Sverige	28,7	36,7	21,3	34,2	-34,7	13,3
Europa	19,6	25,5	12,7	20,3	-29,1	7,6
USA	15,3	5,7	10,7	29,2	-22,8	6,1
Japan	7,3	44,7	10,9	23,0	-18,6	11,5
Världen	20,6	10,0	15,2	33,8	-19,5	10,5

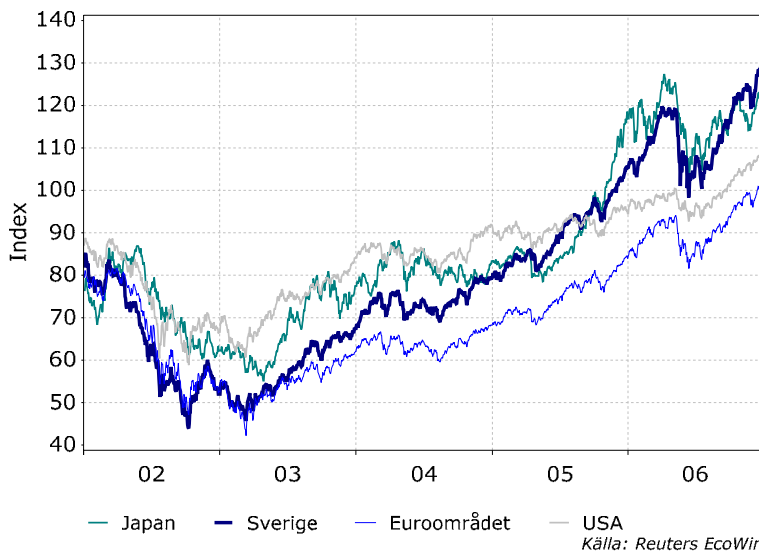
Avkastning inklusive aktieutdelningar, lokal valuta. Sverige: SIX portfolio return index, Europa: Europe MSCI gross return index, USA: USA MSCI gross return index, Japan: Japan MSCI gross return index, världen: World MSCI gross return index. Källa: EcoWin.

Efter toppnoteringarna på börsen i mars 2000 inleddes en nedgång som kom att bli både djup och långvarig. En global konjunkturavmattning, skandaler/konkurser i amerikanska företag (Enron och Worldcom), Irak-konflikten samt vinstvarningar från ett flertal stora teknikföretag bidrog till börsnedgångarna under 2001 och 2002. Under 2003 vände utvecklingen och världens aktiemarknader steg kraftigt. Ljusare konjunkturutsikter, företagens sanerade balansräkningar och senarelagda investeringsplaner bidrog till att företagsvinsterna ökade. Den cykliska återhämtningen i aktiepriserna förstärktes av det låga ränteläget och den allt lägre riskaversionen.



Uppblossande konjunkturosäkerhet i samband med stigande oljepriser och en väntad åtstramning av penningpolitiken i USA bidrog till att börserna utvecklades svagt under första halvan av 2004. Hösten 2004 började börskurserna stiga igen eftersom marknadsaktörerna bedömde att det inte skulle bli någon avmattning i tillväxten. De goda konjunkturutsikterna avspeglades även i en mycket stark vinsttillväxt i företagen och börsvärderingarna (P/E-talen), som stigit kraftigt under 2003, föll tillbaka genom stigande vinster.

Figur 2.1 Internationella börsindex 2002–2006, nationell valuta (2000-12-30 = 100).

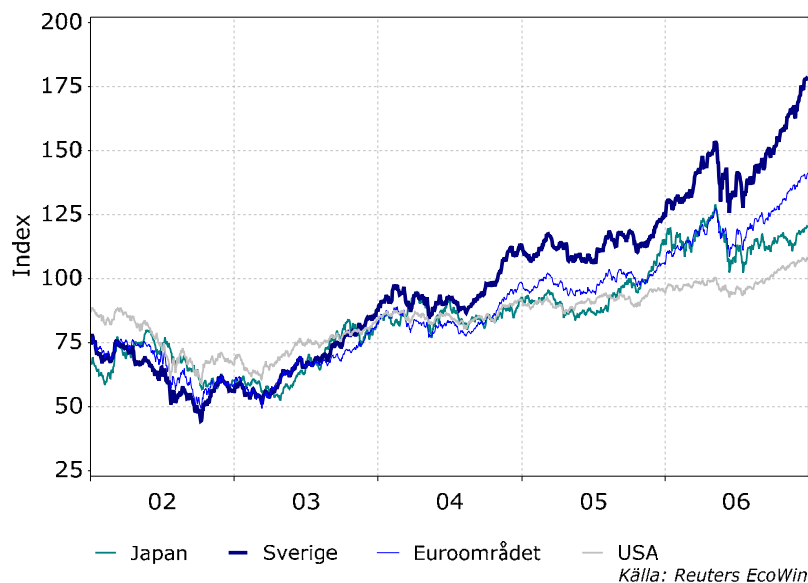


Oljeprisuppgången, som inletts under 2004, tog ytterligare fart under 2005 och 2006 utan att detta dämpade börshumöret. Framför allt i Europa och Asien gick börserna starkt. En mycket stark rapportflod, i Europa och Japan den starkaste på sju år, bidrog till utvecklingen. Bolagens vinster överträffade förväntningarna och vinstprognoserna reviderades upp successivt. De högre energipriserna fick ingen märkbar effekt på resultaträkningarna. Företagens starka resultat- och vinstutveckling innebar vidare att P/E-talen visade fortsatt rimliga värderingsnivåer, kraftigt stigande börsindex till trots. Att den förväntade avkastningen på alternativa placeringar var fortsatt låg samtidigt som den internationella konjunkturen utvecklades starkt var viktiga faktorer bakom börsutvecklingen.

Stockholmsbörsen, som steg med närmare 37 procent 2005 och med 29 procent 2006, utvecklades starkare än flertalet börser i jämförbara länder. Mycket stark produktivitets- och vinsttillväxt i företagen i kombination med låga obligationsräntor och effekterna av 2005 års kronförsvagning bidrog till den starka börsutvecklingen i Sverige. Med en BNP-tillväxt på 4,4 procent var Sverige ett av de länder som växte snabbast i OECD under 2006, samtidigt som inflationen var fortsatt återhållen och penningpolitiken tydligt expansiv. Stockholmsbörsens genomsnittliga avkastning var hög även i ett femårigt perspektiv (tabell 2.1). Skillnaden blir ännu större om man även tar hänsyn till valutaeffekter (figur 2.2).

Figur 2.2 Internationella börsindex 2002–2006, gemensam valuta; USD (2000-12-30 = 100).<sup>1</sup>

Skr. 2006/07:130



### 2.2.2 Ränteutvecklingen

Den övergripande trenden på obligationsmarknaderna under åren 2000–2005 var fallande räntor. Fallande räntor betyder stigande priser på obligationer och avkastningen på obligationsstocken har därför varit förhållandevis hög under perioden i fråga.

Under 2001 föll räntorna kraftigt till följd av bl.a. den svaga konjunkturutvecklingen och terrorattackerna i USA (efter vilka ett flertal av världens centralbanker samordnat sänkte styrräntorna). När de nordamerikanska marknadsräntorna nådde botten under 2003 var det på en rekordlåg nivå. Trots att Federal Reserve sänkte styrräntan kraftigt fanns det en oro på marknaden för att USA:s ekonomi skulle falla in i en deflationsspiral liknade den i Japan, vilket pressade obligationsräntorna världen över. Deflationsoron avtog emellertid och marknadsräntorna steg i såväl USA som i Europa under andra halvan av 2003.

Den internationella ränteuppgången fortsatte under våren 2004 när det stod klart att Federal Reserve stod i begrepp att börja normalisera penningpolitiken genom att höja styrräntan. Långräntorna i USA föll dock tillbaka och var så gott som oförändrade sett över hela året. Avkastningskurvan, som beskriver förhållandet mellan obligationsräntor med olika löptid, blev tydligt flackare i USA som en följd av stigande korta räntor. Insikten att den europeiska centralbanken, ECB, ännu inte avsåg normalisera penningpolitiken (höja styrräntan) pressade samtidigt de europeiska obligationsräntorna som därmed föll sett över hela året.

Ränteskillnaden mellan statsobligationer och andra typer av obligationer i USA föll till historiskt låga nivåer under 2004, vilket indikerade att investerarnas riskvillighet ökat. Utvecklingen gällde alla

<sup>1</sup> Med gemensam valuta menas att de olika börsindexens utveckling normaliseras till samma valuta (dollar) i stället för att mätas i de olika ländernas nationella valutor. Eftersom kronan stärkts kraftigt gentemot dollarn de senaste 5 åren innebär normaliseringen att Stockholmsbörsen har stigit mer mätt med gemensam valuta (figur 2.2) jämfört med då börsutvecklingen mäts i nationell valuta (figur 2.1).

typer av obligationer oavsett kreditbetyg, både företagsobligationer och statsobligationer emitterade i tillväxtekonomier.

Under 2005 steg obligationsräntorna i USA, medan räntenedgången fortsatte i Europa. Svag europeisk konjunkturstatistik och förväntningar om ytterligare räntesänkningar från ECB bidrog till den europeiska räntenedgången. Att räntenedgången var särskilt tydlig i europeiska obligationer med långa löptider förklaras delvis av att nya regelverk för pensionsbolag ökade efterfrågan på långa obligationer.

Tabell 2.2 Statsobligationsmarknadernas avkastning 2002–2006 (procent p.a.).

	2006	2005	2004	2003	2002	Genomsnitt
Sverige	1,1	5,4	8,6	5,0	9,1	5,8
Tyskland	-0,2	5,2	7,4	3,9	9,3	5,1
USA	3,1	2,9	3,7	2,4	12,2	4,8
Tillväxtekonomier	9,9	10,7	11,7	25,7	13,1	14,1

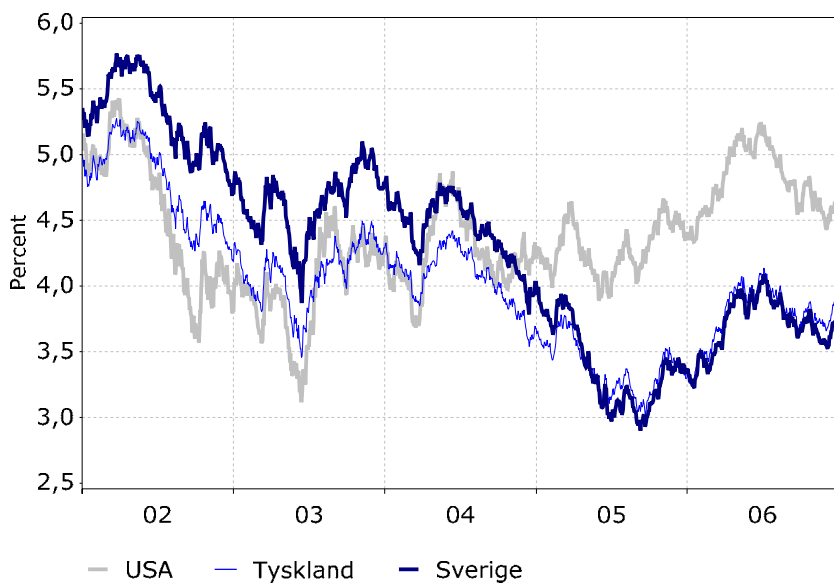
I lokal valuta. JP Morgan Government Bond index, EMBI Global. Källa: EcoWin.

Efter det att de europeiska obligationsräntorna nådde botten hösten 2005 har den övergripande räntetrenden varit stigande i Europa. Att såväl ECB som Riksbanken började normalisera penningpolitiken genom att höja styrräntan bidrog till en relativt kraftig ränteuppgång som höll i sig till sommaren 2006. Internationella obligationsräntor sjönk därefter tillbaka till följd av ökad osäkerhet om konjunkturen i USA, vilket även påverkade europeiska och svenska obligationsräntor. Nedgången i amerikanska obligationsräntor var dock större än i Europa varför ränteskillnaden mellan USA och Europa minskade under året.

Under 2006 blev samtidigt avkastningskurvorna flackare i såväl Europa som i USA. Europeiska räntor med kortare löptider har stigit i takt med att såväl Riksbanken som ECB höjt styrräntan medan de långa obligationsräntorna fallit. I USA var 10-årsräntan t.o.m. lägre än obligationsräntor med kort löptid under en stor del av 2006; ett förhållande som historiskt ofta signalerat en annalkande konjunkturedgång (avkastningskurvan hade negativ lutning). Det är dock osäkert i vilken utsträckning detta förhållande gäller i dag då det finns ett flertal strukturella faktorer som kan förklara de låga långa obligationsräntorna. Här kan, som tidigare nämnts, nya regelverk för pensionssparande, ett ökat förtroende för centralbankernas inflationsmål och ett ökat globalt nettosparande ha bidragit till att obligationsräntor i de längre räntesegmenten pressats.

Figur 2.3 Tioåriga obligationsräntor i Sverige, Tyskland och USA 2002–2006.

Skr. 2006/07:130



### 2.2.3 Valutautvecklingen

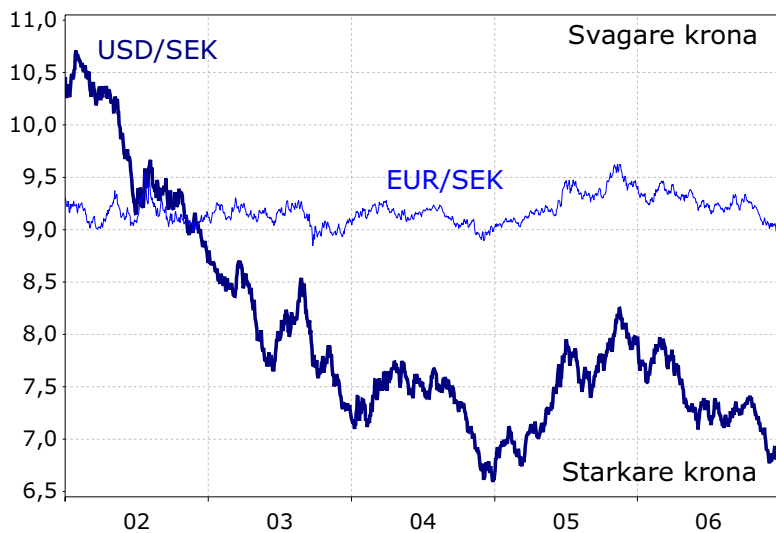
Kronan har under åren 2002–2006 haft en relativt stabil växelkurs mot euron och en tydlig apprecierande trend mot dollarn. Flera faktorer förklarar att kronan trendmässigt stärkts mot dollarn. Under 2002, då apprecieringen inleddes, bidrog flera företagsskandaler till ett minskat förtroende för den nordamerikanska kapitalmarknaden. Trenden fortsatte under 2003/2004 trots en tydlig förstärkning av USA-konjunkturen. Mycket låga styrräntor i kombination med ökad uppmärksamhet på de stora bytesbalans- och budgetunderskotten i USA bidrog sannolikt. Under perioden gynnades samtidigt kronan av bl.a. överskottet i bytesbalansen och minskad osäkerhet på de finansiella marknaderna. Framför allt under slutet av 2004 fanns det dessutom förväntningar på en åtstramning av penningpolitiken, vilket bidrog till kronförstärkningen.

Under 2005 stärktes USA-dollar kraftigt mot andra valutor, däribland euron och yenen. Orsaker till dollarförstärkningen var en växande räntedifferens mellan USA och euroområdet samt en fortsatt robust amerikansk tillväxt. I USA steg korta räntor i takt med att centralbanken höjde styrräntan. Samtidigt bidrog lägre europeiska obligationsräntor till att räntedifferensen mellan Europa och USA ökade även på långa löptider. Den relativt sett högre tillväxten i USA bidrog dessutom till att kapitalinflödet från utländska investerare till nordamerikanska finansiella placeringar och direktinvesteringar ökade under 2005, med positiva effekter på dollarn som följd. Valutainflöden på grund av en tillfällig skattelättnad på företagsvinster som återfördes till USA (under *Homeland Investment Act*), var ytterligare en förklarande faktor till dollarns styrka.

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

växelkursen. Under 2006, i takt med att Riksbanken började höja styrräntan och styrränteförväntningarna ökade efter allt starkare svenska tillväxtsiffror, stärktes dock återigen kronan mot såväl dollarn som euron. Vid slutet av 2006 noterades kronan på ungefär samma nivåer som vid inledningen av 2005.

Figur 2.4 Kronan mot euron och US-dollar 2001–2006.

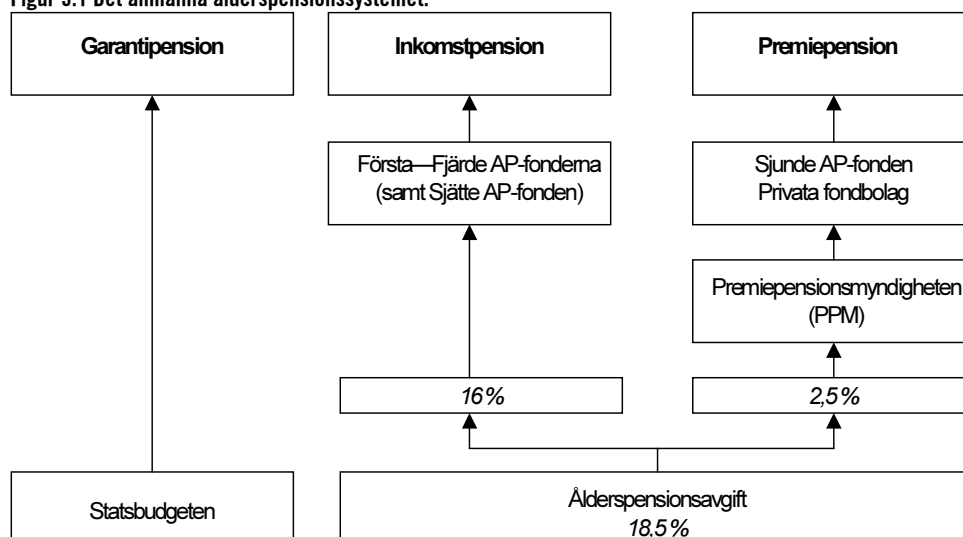


## 3.1 Det allmänna ålderspensionssystemet

Det reformerade allmänna ålderspensionssystemet trädde i kraft med början den 1 januari 1999.<sup>2</sup> För att stärka pensionssystemets motståndskraft i samband med den förväntade demografiska utvecklingen bedömdes en reform av det tidigare förmånsbestämda systemet, som omfattade ATP och folkpension, vara nödvändig.<sup>3</sup> Det äldre pensionssystemet kommer att fasas ut fram till 2018 och under denna tid successivt ersättas av det nya avgiftsbestämda systemet.<sup>4</sup>

Genom att det nya och det äldre systemet verkar parallellt under en övergångsperiod innefattar alltså pensionssystemet utbetalningar enligt både nya och gamla regler. I pensionssystemet finns *garantipension*, *inkomstpension* och *premiepension* enligt de nya reglerna.<sup>5</sup> Under övergångsperioden benämns den pension som intjänats enligt gamla regler *tilläggpension* (utbetalningar av tilläggpension väntas fortgå in på 2030-talet).

Figur 3.1 Det allmänna ålderspensionssystemet.



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

<sup>2</sup> Vissa delar av regelsystemet, bl.a. reglerna för uttag av pension trädde i kraft den 1 januari 2001.

<sup>3</sup> ATP-systemet var förmånsbestämt på så sätt att ålderspensionen i princip definierades som 60 procent av genomsnittlig lön under de 15 åren med de högsta årsinkomsterna.

<sup>4</sup> Individer födda tidigare än 1938 omfattas till fullo av det äldre systemet, medan individer födda efter 1953 får hela sin pension beräknad enligt de nya reglerna. För mellangenerationen, födda 1938–1953, beräknas pensionsförmånen, i varierande proportion beroende på födelseår, utifrån både det äldre och nya pensionssystemet.

<sup>5</sup> Se prop. 1997/98:151 och 152, bet. 1997/98:SfU13 och SfU14, rskr. 1997/98:315 och 320.

är i sin tur relaterade till individens inkomst, vilken tillsammans med den ekonomiska utvecklingen, särskilt inkomstutvecklingen, blir avgörande för den inkomstgrundade ålderspensionens storlek, dvs. premiepension, inkomstpension och tilläggspension. Det innebär att det råder en överensstämmelse mellan inbetalning av pensionsavgifter och intjänad pensionsrätt och att dessa i sin helhet finansieras utanför statsbudgeten.<sup>6</sup>

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

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

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

### 3.1.1 Närmare om inkomstpensionssystemet

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

Inkomstpensionssystemets tillgångar består av den s.k. avgiftstillgången och av buffertfondernas förmögenhet. Avgiftstillgången kan under vissa förutsättningar beskrivas som nuvärdet av de framtida avgiftsinbetalningar som kan förväntas, givet de förhållanden som råder vid värderingstidpunkten. Närmare bestämt beräknas avgiftstillgången som den årliga avgiftsinbetalningen multiplicerat med systemets s.k. omsättningstid, som anger den genomsnittliga tidrymden från intjänandet av pensionsrätter till dess att de utbetalas. Denna omsättningstid är cirka 32 år, varav 21,3 år avser intjänandetid och 10,7 år avser utbetalningstid. Med kännedom om omsättningstiden kan det årliga avgiftsflödet enkelt omvandlas till ett kapitalbelopp som benämns avgiftstillgången.<sup>7</sup>

<sup>6</sup> I budgetsammanhang används termen Ålderspensionssystemet vid sidan av statsbudgeten.

<sup>7</sup> Avgiftstillgång = pensionsavgifter x omsättningstid. Detta innebär att avgiftstillgången kan uppfattas som nuvärdet av alla framtida pensionsavgifter under förutsättning att

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

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

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

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

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

Kvarvarande risker för varaktiga underskott i systemet elimineras av den automatiska balanseringen som beslutats av riksdagen.<sup>8</sup> Den automatiska balanseringen, som säkerställer pensionssystemets finansiella stabilitet även under svåra demografiska påfrestningar, innebär i korthet att uppräkningsmetoden av pensionsrätter och pensioner reduceras i förhållande till genomsnittsinkomsten när systemets tillgångar understiger pensionsskulden.<sup>9</sup> Den automatiska balanseringen aktiveras om det s.k. balanstalet – kvoten mellan systemets tillgångar och skulder – understiger ett, dvs. om tillgångarna understiger skulderna.<sup>10</sup>

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

<sup>8</sup> Prop. 2000/01:70, bet. 2000/01:SfU13, rskr. 2000/01:210.

<sup>9</sup> När balanseringen aktiveras indexerar pensionsskulden först i en långsammare takt och därefter snabbare i förhållande till inkomstindex, till dess förlusterna återlagts och pensionsskulden återfått det värde den skulle ha haft om balanseringen aldrig aktiverats.

<sup>10</sup> Balanstal = (avgiftstillgång + buffertfond)/pensionsskuld.



(SOU 2004:105). Utredningen föreslog att utdelning skall ske om systemets tillgångar överstiger skulderna med minst 10 procent, dvs. om balanstalet uppgår till minst 1,10. Betänkandet har remissbehandlats och ärendet bereds inom Regeringskansliet. Skr. 2006/07:130

## 3.2 Ålderspensionssystemet 2006

### 3.2.1 Inkomstpensionssystemet

Pensionssystemets tillgångar, skulder och resultat redovisas i pensionssystemets årsredovisning som upprättas av Försäkringskassan. Uppgifterna i det följande har hämtats från Pensionssystemets årsredovisning 2006.

Inkomstpensionssystemets tillgångar består av avgiftstillgången som är värdet av systemets anspråk på 16 procent av alla framtida arbetsinkomster och pensionsgrundande transfereringar samt buffertfondernas kapital. Förändringen av avgiftstillgångens värde bestäms huvudsakligen av utvecklingen av antalet förvärvsarbetande, inkomstillväxten per person och systemets omsättningstid. Under 2006 ökade avgiftstillgången med ungefär 224 miljarder kronor, eller 3,9 procent. En ökning av avgiftsflödet tillförde avgiftstillgången 237 miljarder kronor, medan en minskning av omsättningstiden innebar att värdet minskades med 13 miljarder kronor. Det har skett en väsentlig minskning av den genomsnittliga intjänandetiden, vilket, trots en längre utbetalningstid, har resulterat i en totalt sett kortare omsättningstid. Dessutom ökade buffertfondernas kapital med 88,7 miljarder kronor, varav fondernas resultat svarade för 82,5 miljarder kronor. Sammantaget ökade systemets tillgångar med 313 miljarder kronor, eller 4,8 procent.

Ökningen av pensionsskulden var 242 miljarder kronor, eller 3,7 procent, varav indexeringen (dvs. uppräkningsindexeringen av pensioner med inkomstindex som motsvarar genomsnittsinkomstens utvecklingen) svarade för 194 miljarder kronor, eller 3,0 procent. Den genomsnittliga utbetalningstiden har ökat, vilket ökat skulden med 33 miljarder kronor. Resterande del av ökningen förklaras av att nyintjänade pensionsrätter, inklusive vissa justeringar, översteg årets pensionsutbetalningar.

Årets resultat på 71 miljarder kronor medför att systemets överskott ökade till 100 miljarder kronor. I förhållande till pensionsskulden var överskottet 1,49 procent. Systemets balanstal för 2007, som avser ställningen den 31 december 2006, har således beräknats till 1,0149.

**Tabell 3.1 Inkomstpensionssystemets utveckling 2002–2006 (miljarder kr).**

	2006	2005	2004	2003	2002
Buffertfonden	858	769	646	577	488
Avgiftstillgång	5945	5721	5607	5465	5301
Summa tillgångar	6803	6490	6253	6042	5789
Pensionssskuld	6703	6461	6244	5984	5729
Överskott	100	28	9	58	60
Balanstal (kvot)	1,0149	1,0044	1,0014	1,0097	1,0105

Källa: Försäkringskassan

### 3.2.2 Premiepensionssystemet

Värdet på pensionsspararnas fondinnehav uppgick per den 31 december 2006 till 267 miljarder kronor och värdeutvecklingen under året var 12 procent.<sup>11</sup> År 2006 var det första året under vilket pensionsspararnas intjänade pensionsrätter (nya pengar) placerades i december i stället för under följande år i januari. Detta innebär att premiepensionssystemets premieintäkter fördubblades under 2006 vilket återspeglas i systemets resultaträkning. Vid årets slut hade 96 procent av spararna haft en positiv värdeutveckling på sina premiepensionskonton sedan de inträdde i systemet. Den kapitalviktade värdeutveckling (som kan jämföras med räntan på ett bankkonto) sedan starten för fondsparandet i PPM är 7 procent om året. Från att de första inbetalningarna till systemet ägde rum 1995 har den genomsnittliga årliga avkastningen i premiepensionssystemet varit 5,9 procent, mätt som internränta.<sup>12</sup>

Avgiftsuttaget från pensionsspararna till Premiepensionsmyndigheten (PPM) uppgick under året till 370 miljoner kronor, vilket motsvarade 0,16 procent av värdet på pensionsspararnas premiepensionskonton. Under året uppgick fondbolagens förvaltningsavgifter till 2,0 miljarder kronor. Av dessa kommer 1,1 miljarder kronor att återföras till pensionsspararna i form av rabatter under maj 2007. Pensionsspararnas aktivitet har fortsatt att öka under 2006, bl.a. har antalet genomförda fondbyten ökat med ungefär 45 procent jämfört med föregående år, till 1,8 miljoner fondbyten.<sup>13</sup>

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

	2006	2005	2004	2003	2002
Aktiefonder	141,1	99,2	60,7	45,8	27,9
Blandfonder	9,3	7,2	5,1	4,0	2,6
Generationsfonder	30,6	23,0	15,2	11,6	8,2
Räntefonder	7,5	4,9	3,7	2,7	1,9
Premiesparfonden	78,9	58,1	40,1	29,8	18,7
Totalt	267,4	192,4	124,8	93,9	59,3

Källa: Premiepensionsmyndigheten

<sup>11</sup> PPM beräknar den tidsviktade avkastningen, dvs. avkastningen per krona som sattes in i början på perioden.

<sup>12</sup> Resultatet inkluderar inte förvaltningen av PPM:s traditionella livförsäkring.

<sup>13</sup> Totalt genomförde 603 000 personer åtminstone ett fondbyte, vilket motsvarar 11 procent av antalet pensionssparare i systemet.

#### 3.3.1 Historik

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

Den genomgripande reformen av ålderspensionssystemet, som beskrivs ovan, utgör bakgrunden till de förändringar av AP-fondernas regelverk som inleddes 2000 och som fullföljdes året därpå. Som en konsekvens av reformen har AP-fondernas roll som buffert och långsiktig finansiär av det reformerade pensionssystemet tydliggjorts.<sup>14</sup>

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

Pensionsreformen innebar en belastning på statsbudgeten genom åtagandet för garantipension samtidigt som staten enligt nya regler åläggs att betala avgifter för pensionsgrundande ersättningar från social- och arbetslöshetsförsäkringarna samt för pensionsgrundande belopp i form av förtidspension, barnår, studier eller pliktjänst. Det har därför ansetts motiverat att kompensera statsbudgeten genom att överföra kapital från buffertfonderna till Riksgäldskontoret. Riksdagen har hittills beslutat om överföring av 245 miljarder kronor från AP-fonderna till Riksgäldskontoret i tre steg.<sup>15</sup> Enligt pensionsöverenskommelsen skulle överföringarnas slutliga storlek bestämmas vid en kontrollstation 2004. Eftersom frågan bordlades vid det tillfället, har riksdagen uppmanat regeringen att återkomma med en tidplan för frågans fortsatta hantering. Som framgick av budgetpropositionen för 2006 har partierna bakom pensionsöverenskommelsen gjort bedömningen att det, under överblickbar framtid, saknas förutsättningar för att överföra medel från AP-fonderna till statsbudgeten (prop. 2005/06:1 volym 12). Regeringen uttryckte i det sammanhanget avsikten att återkomma i ärendet i samband med att frågan om hanteringen av överskott i pensionssystemet föreläggs riksdagen i proposition.

<sup>14</sup> AP-fondernas nya regelverk beslutades av riksdagen den 12 april 2000 (prop. 1999/2000:46, bet. 1999/2000:FiU19, rskr. 1999/2000:181).

<sup>15</sup> Under 1999 och 2000 överfördes 45 miljarder kronor respektive år och 2001 överfördes 155 miljarder kronor.

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

Som framgått av figur 3.1 fullgör Första–Fjärde AP-fonderna uppgiften som buffertfonder inom ramen för inkomstpension, övergångsvis inklusive tilläggspension (det s.k. fördelningssystemet). Dessa fonder mottar pensionsavgifter och finansierar pensionsbetalningar månatligen. Sedan riksdagen beslutat om den automatiska balanseringen av ålderspensionssystemet definieras även Sjätte AP-fonden som buffertfond inom fördelningssystemet genom att inkluderas bland pensionssystemets tillgångar.<sup>16</sup> Sjätte AP-fonden ingick däremot inte i pensionsöverenskommelsen och har ett specialiserat uppdrag jämfört med andra buffertfonder.

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

#### *Första–Fjärde AP-fonderna*

Genom att det reformerade pensionssystemet skall vara autonomt från statsbudgeten har buffertfondernas roll klarlagts ytterligare. På ett övergripande plan skall fondmedlen förvaltas så att de blir till största möjliga nytta för inkomstpensionssystemet. För Första–Fjärde AP-fondernas del innebär det att förvaltningen skall ta sin utgångspunkt i pensionssystemets åtagande. Fonderna skall inte ha näringspolitiska eller ekonomisk-politiska mål. Målet är att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risken i placeringarna. Den totala risknivån i förvaltningen skall vara låg, vilket inte skall tolkas som ett riskminimeringsmål. Av det följer däremot ett krav på god riskspridning. Risk och avkastning skall tolkas i termer av utgående pensioner.<sup>17</sup> Rollen som förvaltare av allmänna pensionsmedel ställer krav på att fonderna uppbär allmänhetens förtroende, varför hänsyn skall tas i placeringsverksamheten till miljö och etik utan att avkall görs på det övergripande målet om hög avkastning.

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

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

<sup>16</sup> Se prop. 2000/01:70, bet. 2000/01:SfU13, rskr. 2000/01:210.

<sup>17</sup> Prop. 1999/2000:46 s. 76 ff.

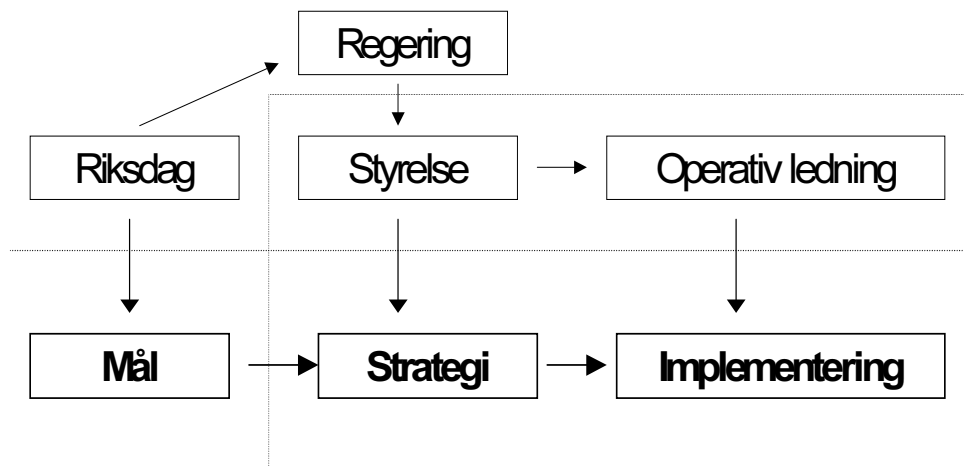
riktlinjer för placeringsverksamheten och val av förvaltningsstruktur för att genomföra strategin. Skr. 2006/07:130

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

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

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

Figur 3.2 Schematisk beskrivning av kompetensfördelningen inom AP-fonderna.



Buffertfondernas tillgångar ingår i beräkningen av det s.k. balanstalet och har därmed direkt betydelse för den automatiska balanseringen och frågan om denna skall aktiveras eller inte. AP-fondernas tillgångar utgör för närvarande knappt 13 procent, dvs. en mindre andel, av pensionssystemets samlade tillgångar. Första–Fjärde AP-fondernas uppdrag kan beskrivas som att, så långt fondernas inflytande sträcker sig, undvika att den automatiska balanseringen aktiveras, men inte i en snävt kortsiktig mening (prop. 1999/2000:46 s. 79). Ett alltför lågt kortsiktigt risktagande kan medföra att den långsiktiga avkastningen blir sämre och att sannolikheten därmed ökar för att balanseringsmekanismen skall aktiveras på längre sikt. Detta missgynnar yngre generationer som möter en ökad risk för att deras pensioner skall påverkas negativt, medan äldre generationer gynnas av att balansering inte behöver ske. Ett alltför högt risktagande kan å andra sidan leda till en kortsiktigt negativ utveckling som drabbar äldre generationer oproportionerligt. I denna komplicerade avvägning mellan olika generationers intressen bör AP-fonderna sträva efter neutralitet. Fondernas roll som buffert motiverar också ett krav på nödvändig betalningsberedskap.

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

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

Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna får inneha noterade svenska aktier till ett belopp som uppgår till högst två procent av det samlade börsvärdet. En fond får äga aktier i ett börsnoterat företag som motsvarar högst 10 procent av röstetalet. Maximalt fem procent av det marknadsvärderade fondkapitalet får placeras i aktier eller andra andelar i onoterade riskkapitalbolag, i onoterade fordringsrätter eller i fonder som huvudsakligen placerar i onoterade instrument.

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

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

Skr. 2006/07:130

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

### *Sjätte AP-fonden*

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

Medan övriga fonder fullgör en buffertfunktion inom fördelnings-systemet, och därtill förväntas bidra till inkomstpensionens långsiktiga finansiering, är Sjunde AP-fonden en del av det fullt fonderade premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden, den tidigare sjunde fondstyrelsen, inrättades ursprungligen 1998 och inledde verksamhet hösten 2000 när val av fonder för första gången ägde rum inom premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden är en av systemets 83 fondförvaltare.<sup>18</sup>

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

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

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

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

## 3.4 Buffertfondernas samlade resultat

Första–Fjärde AP-fonderna har nu bedrivit verksamhet med de nya placeringsreglerna som grund under sammanlagt sex år. Som en följd av

<sup>18</sup> Vid utgången av 2006 ingick det i premiepensionssystemet 83 fondförvaltare som tillsammans förvaltade 779 fonder (Årsredovisning för Premiepensionsmyndigheten avseende år 2006).



det nya regelverket bytte den sammanlagda buffertfonden inriktning under 2001, från att till övervägande del placera fondkapitalet i räntebärande instrument till att investera i aktier. Samtidigt förändrades inriktningen från att huvudsakligen placera fondkapitalet i svenska finansiella instrument till att investera globalt.

Den sammanlagda buffertfonden omfattar, förutom Första–Fjärde AP-fonderna, även Sjätte AP-fonden samt två s.k. avvecklingsfonder som förvaltar onoterade värdepapper som inte har fördelats mellan Första–Fjärde AP-fonderna.<sup>19</sup> I tabell 3.4 redovisas en sammanställning av buffertfondernas placeringar som i förekommande fall baseras på uppgifter i fondernas årsredovisningar om exponering mot olika marknader, vilket inte behöver överensstämma med redovisade innehav enligt fondernas balansräkning. En viss minskning av fondernas aktieexponering, mätt på detta sätt, verkar ha ägt rum under 2006, vilket motsvaras av ökade innehav av realränteobligationer och alternativa investeringar (övriga placeringar). Fondernas exponering mot andra valutor än svenska kronan (valutarisk) fortsätter att understiga den övre gränsen 40 procent med betydande marginal.

**Tabell 3.4 Den sammanlagda buffertfondens sammansättning 2004–2006 (miljarder kr).**

	2006-12-31	%	2005-12-31	%	2004-12-31	%
Svenska aktier	153,9	17,9	143,5	18,7	121,4	18,8
Utländska aktier	344,9	40,2	319,5	41,5	259,4	40,1
Svenska obligationer*	120,0	14,0	96,8	12,6	93,8	14,5
Utländska obligationer*	160,8	18,7	153,4	19,9	111,5	17,3
Realränteobligationer*	46,2	5,4	33,2	4,3	39,0	6,0
Övrigt (inkl. fastigheter)	32,0	3,7	22,8	3,0	21,1	3,3
Summa	857,9	100	769,2	100	646,2	100
Varav utomlands*	516,1	60,2	474,8	61,7	378,8	58,6
Varav valutaexponering	110,0	12,9	115,1	15,0	110,3	17,1

\*) Egna beräkningar av obligationsportföljens fördelning med ledning av redovisningsinformation. Svenska obligationer inkluderar dessutom kassa.

Det samlade fondkapitalet i buffertfonderna ökade med 88,7 miljarder kronor under loppet av 2006 till följd av ett positivt marknadsvärderat resultat på 82,5 miljarder kronor och ett fortsatt positivt nettoflöde av pensionsavgifter som uppgick till 6,3 miljarder kronor (tabell 3.5). Överskottet av pensionsavgifter utöver pensionsbetalningar var 7,4 miljarder kronor medan kostnaderna för ålderspensionssystemets administration uppgick till 1,2 miljarder kronor.

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

	2006	2005	2000	1990	1980	1970	1960
Resultat	82,5	113,7	28,1	54,1	10,4	2,0	0,0
Pensionsavgifter	183,6	179,6	144,3	77,7	22,2	6,1	0,5
Pensioner	-176,2	-169,1	-138,8	-77,4	-19,0	-1,2	
Överfört till statsbudgeten			-45,0				
Administration	-1,2	-1,2	-1,1	-0,5	-0,2	-0,1	
Tillfört kapital, netto	6,3	9,2	-40,6	0,9	3,0	4,8	0,5
Summa fondkapital	857,9	769,2	733,9	407,6	146,7	35,9	0,5

Med ledning av detaljerade uppgifter om pensionsavgifter och pensionsbetalningar, inklusive tidpunkterna för dessa betalningsflöden, är

<sup>19</sup> Första AP-fondens avvecklingsfond respektive Fjärde AP-fondens särskilda förvaltning.

det möjligt att beräkna AP-fondernas samlade kapitalavkastning i form av en kapitalvägd avkastning (internränta). Mätt på detta sätt uppgick totalavkastningen 2006 till 10,7 procent (se tabell 3.6). Samtidigt uppgick inflationen under loppet av året till 1,6 procent, mätt med konsumentprisindex, varför buffertfondernas samlade reala avkastning blev 8,9 procent. Den reala avkastningen har därmed varit mycket hög fyra år av fem, vilket innebär att genomsnittliga avkastningen uppgick till 7,4 procent per år under den senaste femårsperioden, vilket överstiger den genomsnittliga inflationen under samma tid med 6,0 procentenheter.

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

	2006	2005	2004	2003	2002	2002- 2006
Nettoflöde (mdkr)	6,3	9,2	5,6	8,6	7,9	
Utgående fondkapital (mdkr)	857,9	769,2	646,2	577,0	487,5	
Avkastning (procent p.a.)*	10,7	17,4	10,9	16,4	-15,0	7,4
Real avkastning (procent p.a.)	8,9	16,4	10,6	14,9	-16,7	6,0

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

### *Buffertfondernas kostnader*

Kostnaderna för buffertfondernas kapitalförvaltning har stigit sedan reformen av AP-fondernas placeringsregler genomfördes 2001, vilket inte minst har haft samband med ökade kostnader för extern förvaltning.

I det reformerade pensionssystemet reducerar administrationskostnaderna utestående pensionsbehållningar, dock inte pensioner som har börjat utbetalas. Genom en förändring av Första–Fjärde AP-fondernas redovisningsprinciper 2005 minskade den andel av fondernas kostnader som belastar de försäkrades pensionsbehållningar (tabell 3.7). De förändrade redovisningsprinciperna innebär även att kostnaderna för Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning inte är jämförbara före och efter 2005.

**Tabell 3.7 Buffertfondernas administrationskostnader enligt pensionssystemets årsredovisning (miljoner kronor).**

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Första AP-fonden	153	145	244	190	166	182
Andra AP-fonden	129	123	330	234	197	187
Tredje AP-fonden	125	127	314	235	177	110
Fjärde AP-fonden	133	133	246	216	165	175
Sjätte AP-fonden	331	326	340	340	302	272
Avvecklingsfonderna	9	4	14	19	23	26
Summa	880	858	1 488	1 234	1 030	952
Andel av fondkapital*			0,24 %	0,23 %	0,20 %	0,17 %

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

De förändrade redovisningsprinciperna innebär att endast interna kostnader redovisas som förvaltningskostnader. Externa förvaltningskostnader och depåkostnader benämns provisionskostnader och redovisas som en negativ intäkt. Dessutom görs en uppdelning av provisionskostnaderna i fasta avgifter respektive resultatberoende avgifter, varav endast de fasta avgifterna redovisas som en provisionskostnad. Resultatberoende avgifter nettoredo visas i resultatet.

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

**Tabell 3.8 Buffertfondernas kapitalförvaltningskostnader enligt nya redovisningsprinciper (miljoner kronor).**

	2006			2005		
	Interna	Externa	Totalt	Interna	Externa	Totalt
Första AP-fonden	153	132	285	145	120	265
Andra AP-fonden	129	164	293	123	160	283
Tredje AP-fonden	125	154	279	127	149	276
Fjärde AP-fonden	133	75	208	133	87	220
Sjätte AP-fonden	131	200	331	125	201	326
Avvecklingsfonderna	9	1	10	4	5	9
Summa	680	726	1406	657	722	1379
Andel av fondkapital*			0,17 %			0,19 %

\*) Genomsnitt av ingående och utgående fondkapital.

Av tabell 3.8 framgår att buffertfondernas redovisade interna och externa kostnader fortsatte att öka något under 2006, men inte i takt med fondernas värdestegring varför kostnaderna minskade i relativa termer jämfört med förvaltad kapital.

<sup>20</sup> Avgifter till riskkapitalfonder som inte har kostnadsförts i Första–Fjärde AP-fondernas redovisning under 2005 och 2006 uppgick till 116 respektive 113 miljoner kronor.

## 4 Sammanställning av AP-fondernas redovisade resultat 2006

Skr. 2006/07:130

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

### 4.1 Första–Fjärde AP-fonderna

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

Fondernas avkastning 2006 kan, för fjärde året i följd, betecknas som god eller mycket god, främst genom en fortsatt gynnsam utveckling på världens aktiemarknader. Alla breda tillgångsslag har bidragit till fondernas avkastning under året. Avkastningen på räntebärande placeringar var dock låg genom stigande räntor som påverkade avkastningen negativt. Fonder med en hög andel svenska aktier och låg valutaexponering gynnades särskilt under 2006, eftersom Stockholmsbörsen steg mer än de flesta marknader och kronan stärktes under året. Utvecklingen för s.k. alternativa investeringar, som är mindre beroende av marknadernas kortsiktiga rörelser, var också mycket god. Som exempel kan nämnas att AP Fastigheter, som Första–Fjärde AP-fonderna äger gemensamt med en fjärdedel var, gav ägarna en avkastning på 38,1 procent under 2006.

#### 4.1.1 Första AP-fondens resultat

Första AP-fondens resultat under 2006 blev 18 166 miljoner kronor (27 581 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning efter förvaltningskostnader på 9,6 procent (17,4 procent). Avkastningen före kostnader uppgick till 9,8 procent (17,5 procent). Inklusiv överföringar från bl.a. Försäkringskassan på sammantaget 1 676 miljoner kronor ökade fondkapitalet under året med 19 842 miljoner kronor till 207 105 miljoner kronor.

Första AP-fonden har som övergripande mål att avkastningen med god marginal skall överstiga den lägsta nivå som behövs för att pensionerna skall vara långsiktigt stabila. Detta har under vissa förutsättningar, bl.a. de antaganden som ligger till grund för Försäkringskassans basscenario, preciserats av fonden till att motsvara en årlig avkastning i intervallet 5,1–6,1 procent fram till 2030. Den genomsnittliga avkastningen sedan starten vid årsskiftet 2000/2001 uppgår till 5,1 procent per år efter kostnader, vilket således ligger inom ramen för fondens långsiktiga mål.

Styrelsens mål för den operativa förvaltningen är att avkastningen före kostnader skall överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år. Resultaten under de två senaste åren är väl förenliga med långsiktig måluppfyllelse. Under 2006 var fondens avkastning på noterade tillgångar, som kan förvaltas löpande under året, 9,2 procent före kostnader (17,0 procent föregående år), vilket översteg jämförelseindex med 0,6 procentenheter (1,5 procentenheter föregående år).

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick till 285 miljoner kronor (265 miljoner kronor), vilket motsvarar 0,15 procent (oförändrat jämfört med föregående år) av genomsnittligt fondkapital under året. De stigande kostnaderna 2006 beror bl.a. på ökad andel aktiv förvaltning i form av sex nya aktiemandat i s.k. tillväxtmarknader (*emerging markets*). Till detta kommer utgifter på sammanlagt 15 miljoner kronor (38 miljoner kronor föregående år) som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som en kostnad, varav 21 miljoner kronor (25 miljoner kronor) avser resultatberoende avgifter till externa förvaltare (den andra utgiftsposten, som avser avgifter till riskkapitalfonder, var negativ 2006 genom ett överskott av återbetalade avgifter). Resultatberoende avgifter utbetalas under förutsättning att förvaltningens resultat har överträffat uppställda mål.

Tabell 4.1 Första AP-fondens redovisade avkastning före kostnader 2005 och 2006 (procent).

	2006			2005		
	Fonden	Index	Differens	Fonden	Index	Differens
Svenska aktier	24,9	24,4	0,5	34,4		
Utländska aktier	13,7			14,3		
Aktier tillväxtmarknader	12,5			62,5		
Svenska räntebärande	1,3	1,0	0,3	4,1		
Utländska räntebärande				2,6		
Realränteobligationer				7,1		
Totalt noterade tillgångar	9,2	8,6	0,6	17,0	15,5	1,5
Övriga placeringar	38,4			47,6		
Totalt	9,8			17,5		

\*) Exklusive strategisk och taktisk allokering.

Första AP-fondens totala avkastning 2006, och även 2005, har förbättrats genom en positiv aktiv avkastning, dvs. en avkastning som överstiger jämförelseindex. Detta resultat hänger i stor utsträckning samman med goda resultat i den interna förvaltningen, främst taktisk allokering och förvaltning av räntebärande instrument, men även strategisk allokering, valutaförvaltning (inklusive aktielån) och intern aktieförvaltning har bidragit positivt. För den interna aktieförvaltningen rapporterar Första AP-fonden en överavkastning för svenska aktier, medan avkastningen för den internt förvaltrade portföljen av europeiska aktier låg i linje med index.

Resultaten för den externa förvaltningen rapporteras utförligt. Det framgår att externt förvaltrade aktier från Stillahavsregionen (exklusive Japan) och tillväxtmarknaderna har bidragit positivt under 2006 medan förvaltningen av amerikanska småbolagsaktier och japanska aktier bidragit negativt genom en avkastning som understeg jämförelseindex. Övriga externa mandat – aktier i amerikanska stora bolag och amerikanska företagsobligationer – har lämnat mindre bidrag som dock är positiva före kostnader. Den externa förvaltningen har fördelats på 18

förvaltare och 20 separata uppdrag. Det samlade bidraget till Första AP-fondens aktiva avkastning, dvs. avkastning i förhållande till jämförelseindex, är positivt. Första AP-fonden rapporterar att den aktiva avkastningen för de externa mandaten genomgående är positiv, med god marginal, under den senaste treårsperioden. Vid utgången av 2006 omfattade de externt förvaltade medlen 34 procent av fondkapitalet (38 procent föregående år).

Tabell 4.2 Första AP-fondens portfölj 2005 och 2006.

	2006		2005	
	Mdkr	%	Mdkr	%
Svenska aktier	26,6	12,9	23,4	12,5
Utländska aktier	81,1	39,2	77,2	41,2
Tillväxtmarknader	10,7	5,2	9,8	5,2
Svenska obligationer	21,9	10,6	16,4	8,8
Utländska obligationer	42,7	20,6	43,6	23,3
Realränteobligationer	16,9	8,1	14,6	7,8
Kassa	1,9	0,9	-2,0	-1,1
Övrigt (inkl. fastigheter)	5,3	2,6	4,3	2,3
<b>Summa</b>	<b>207,1</b>	<b>100,0</b>	<b>187,3</b>	<b>100,0</b>
Varav utomlands	134,6	65,0	130,6	69,7
Varav valutaexponering	33,5	16,2	38,6	20,6

Not. Inklusiva derivatpositioner var fondens totala marknadsexponering 0,8 procentenheter högre än fondkapitalet, vilket sammanhänger med en övervikt i utländska aktier.

Första AP-fondens aktiva risker mätt med *tracking error* har under året befunnit sig i intervallet 0,3–0,7 procent, vilket bl.a. beror på en uppdelning av portföljen i ett större antal förvaltningsmandat som skall vara oberoende av varandra. Ett gott aktivt resultat i förhållande till en låg genomsnittlig aktiv risk innebär att förhållandet mellan dessa storheter, den s.k. informationskvoten, uppgick till goda 1,0. Fondens absoluta risk, mätt med standardavvikelsen för den marknadsnoterade portföljen, uppgick till 6,8 procent under 2006 (4,9 procent föregående år).

#### 4.1.2 Andra AP-fondens resultat

Andra AP-fondens resultat 2006 uppgick till 24 506 miljoner kronor (29 568 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 12,8 procent (18,5 procent föregående år). Avkastningen före kostnader var 13,0 procent (18,7 procent föregående år). Inklusiva överföringar från bl.a. Försäkringskassan på sammantaget 1 676 miljoner kronor ökade fondkapitalet under året med 26 182 miljoner kronor till 216 775 miljoner kronor.

Andra AP-fonden har som övergripande mål att maximera avkastningen i syfte att över tiden minimera konsekvenserna av pensionssystemets automatiska balansering. Andra AP-fonden har även formulerat ett reall avkastningsmål som inledningsvis uppgick till 4,25 procent per år och därefter har reviderats till 4,5 procent årligen. Andra AP-fonden rapporterar att den genomsnittliga avkastningen sedan årsskiftet 2000/2001 uppgår till 6,3 procent per år, eller 4,7 procent per år efter korrigering för genomsnittlig inflation. Det innebär att Andra AP-fonden hittills uppnått det långsiktiga avkastningsmål som fonden satt

upp, i synnerhet mot bakgrund av det något lägre avkastningsmålet före 2005. Skr. 2006/07:130

För den operativa förvaltningen gäller målet att avkastningen skall överstiga jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år före kostnader. Från och med 2007 gäller som kombinerat mål att avkastningen skall uppgå till 5,0 procent per år efter kostnader, varav 4,5 procentenheter härrör från fondens strategiska portfölj och 0,5 procentenheter från den operativa förvaltningen. Målet för den operativa förvaltningen har hittills inte uppnåtts. För noterade tillgångar, som kan förvaltas fortlöpande och därmed läggas till grund för aktiv förvaltning, har Andra AP-fonden för andra året i följd överträffat jämförelseindex med 0,2 procentenheter före kostnader.

Andra AP-fonden beskriver fondens val av jämförelseindex som en separat resultatpåverkande faktor. Som exempel på detta utvärderas den svenska aktieportföljen mot ett tredelat index med tydliga inslag av småbolag. På liknande sätt innehåller Andra AP-fondens sammanvägda jämförelseindex en mindre andel nordamerikanska aktier och en större andel europeiska aktier än sedvanliga marknadsindex skulle motivera. Under loppet av 2006 har fonden även börjat arbeta med s.k. fundamental indexering, vilket innebär ett minskat fokus på högt värderade aktier. Metodiken har hittills kommit till användning i den nordamerikanska aktieportföljen. Val av index har påverkat fondens avkastning positivt med 0,4 procentenheter under 2006 (1,2 procentenheter föregående år).

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick till 293 miljoner kronor 2006 (283 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,15 procent (0,16 procent) av genomsnittligt fondkapital under året. Till detta kommer utgifter på sammanlagt 54 miljoner kronor (108 miljoner kronor föregående år) som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som en kostnad, varav 41 miljoner kronor (90 miljoner kronor) avser resultatberoende avgifter till externa förvaltare. Resultatberoende avgifter utbetalas under förutsättning att förvaltningens resultat har överträffat uppställda mål.

**Tabell 4.3 Andra AP-fondens redovisade avkastning före kostnader 2005 och 2006 (procent).**

	2006			2005		
	Fonden	Index	Differens	Fonden	Index	Differens
Svenska aktier	29,5	28,9	0,6	36,6	39,5	-2,9
Utländska aktier	16,4	13,9	2,5	22,9	20,9	2,0
Obligationer	0,8	0,8	0,0	4,3	4,3	0,0
Totalt noterade tillgångar	12,2	12,0	0,2			0,2
Alternativa investeringar	31,1	6,9	24,2	30,1	12,9	17,2
Totalt	13,0	11,8		18,7	17,8	

Andra AP-fonden lämnar utförlig resultatredovisning för alla förvaltningsmandat, interna såväl som externa. Som även framgår av tabell 4.3 har förvaltningen av utländska aktier varit övervägande framgångsrik, med påfallande goda resultat för ett antal externa globala mandat under 2006. Förvaltningen av svenska aktier har gett ett något mer blandat resultat, men med övervägande positiv aktiv avkastning 2006. Förvaltningen av räntebärande instrument har motsvarat index, före kostnader. Oberoende av den löpande förvaltningen av fondens



värdepappersportföljer sker en separat förvaltning av fondens exponering mot olika tillgångsslag och marknader på övergripande nivå med utnyttjande av derivatinstrument, s.k. taktisk allokering. Denna förvaltning bedrivs både internt och externt, varav två externa mandat har lämnat negativa resultatbidrag som endast indirekt framgår av tabell 4.3 (genom en lägre total avkastning än resultaten för de ingående värdepappersportföljerna annars skulle motivera). Sammantaget har Andra AP-fondens interna förvaltning bidragit positivt under 2006 med få undantag, om än inte i nivå med de bästa externa mandaten. Under 2006 bidrog även de s.k. speciella innehaven positivt, vilket är en andel av fondens svenska aktieportfölj som förvaltas utifrån en längre horisont med utnyttjande av aktiv bolagsstyrning. Under 2006 har Andra AP-fonden fortsatt att ersätta externt förvaltade mandat med intern förvaltning. Andelen extern förvaltning minskade under året till 23 procent (28 procent föregående år).

Andra AP-fondens aktiva risk för noterade tillgångar, mätt med *tracking error*, uppgick till 0,7 procent 2006 (0,5 procent föregående år). Mot bakgrund av en mindre överavkastning uppgick den s.k. informationskvoten (förhållandet mellan aktiv avkastning och aktiv risk) till 0,3 (oförändrat jämfört med föregående år). Andra AP-fondens totala risk, mätt med avkastningens standardavvikelse, var 7,4 procent under 2006 (4,8 procent föregående år).

Tabell 4.4 Andra AP-fondens portfölj 2005 och 2006.

	2006		2005	
	Mdkr	%	Mdkr	%
Svenska aktier	43,5	20,1	40,8	21,4
Utländska aktier	85,7	39,5	77,5	40,7
Obligationer	77,4	35,7	65,1	34,1
Alternativa investeringar	10,2	4,7	7,2	3,8
<b>Summa</b>	<b>216,8</b>	<b>100</b>	<b>190,6</b>	<b>100</b>
Varav utomlands*	121,3	56,0	109,8	57,6
Varav valutaexponering	25,4	11,7	21,8	11,4

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

\*) Schablonmässig bedömning på grundval av normalportföljens sammansättning.

Jämfört med de andra stora buffertfonderna har Andra AP-fonden en annorlunda exponering mot fastighetsmarknaden genom att tillsammans med Sjätte AP-fonden äga fastighetsbolaget Norrporten, utöver AP Fastigheter som Första–Fjärde AP-fonderna äger gemensamt. Därutöver har Andra AP-fonden utfäst 6,9 miljarder kronor för investeringar i riskkapitalfonder, varav 2,2 miljarder kronor hittills investerats.

Under 2006 har förändringarna av Andra AP-fondens strategiska portfölj begränsat sig till justeringar inom tillgångsslagen utländska aktier och obligationer. Inom utländska aktier har två procentenheter omfördelats från globala aktier till aktier i tillväxtmarknaderna (*emerging markets*) som nu utgör fem procent av normalportföljen. På motsvarande sätt har tre procentenheter omfördelats från svenska realränteobligationer till nominella statsobligationer. Realränteobligationerna motsvarar därmed två procent av normalportföljen. Inom ramen för de räntebärande placeringarna har därutöver ett utrymme skapats för att placera upp till



tre procent av fondkapitalet i statsobligationer från tillväxtmarknader. Skr. 2006/07:130  
Målet för fondens valutaexponering är alltså 11 procent.

#### 4.1.3 Tredje AP-fondens resultat

Tredje AP-fondens resultat 2006 uppgick till 18 572 miljoner kronor (28 791 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 9,5 procent (17,7 procent föregående år). Avkastningen före förvaltningskostnader var 9,7 procent (17,9 procent föregående år). Inklusiva överföringar från bl.a. Försäkringskassan på sammantaget 1 676 miljoner kronor ökade fondkapitalet under året med 20 248 miljoner kronor till 212 198 miljoner kronor.

Enligt Tredje AP-fondens långsiktiga mål skall avkastningen uppgå till fyra procent per år efter avräkning för inflationen. Fondens reala avkastning 2001–2006 var 4,2 procent per år i genomsnitt och infriade därmed målet. Målet för Tredje AP-fondens operativa förvaltning har under 2006 varit 0,6 procentenheter före kostnader, vilket ligger inom ramarna för ett tidigare gällande mål (0,2–0,8 procentenheter efter kostnader). Det operativa målet avser en genomsnittlig avkastning under tre år. Under 2006 blev fondens aktiva avkastning, dvs. avkastning utöver index, -0,2 procent före kostnader (1,2 procent föregående år). Tredje AP-fondens aktiva avkastning under den senaste treårsperioden uppgick till 0,3 procent per år före kostnader, vilket understeg målet.

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick till 279 miljoner kronor 2006 (276 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,16 procent av genomsnittligt fondkapital under året (0,21 procent föregående år). Till detta kommer utgifter på sammanlagt 133 miljoner kronor (146 miljoner kronor föregående år) som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som en kostnad, varav 55 miljoner kronor (85 miljoner kronor) avser resultatberoende avgifter till externa förvaltare. Resultatberoende avgifter utbetalas under förutsättning att förvaltningens resultat har överträffat uppställda mål.

Tabell 4.5 Tredje AP-fondens redovisade avkastning före kostnader 2005 och 2006 (procent).

	2006			2005		
	Fonden	Index	Differens	Fonden	Index	Differens
Svenska aktier	25,3	25,4	-0,1	31,7	35,5	-3,8
Utländska aktier	13,0	13,1	-0,1	35,6	33,4	2,2
Obligationer*	1,1	0,9	0,2	3,4	2,7	0,7
Totalt noterade tillgångar	8,9	9,1	-0,2	17,3	16,1	1,2
Fastigheter	34,7					
Onoterade aktier	22,5			35,9		
Totalt	9,7			17,9		

\*) Avkastningen på utländska obligationer inkluderar valutasäkring.

Under 2006 påverkades Tredje AP-fondens totala avkastning av en negativ aktiv avkastning, dvs. en något sämre avkastning än jämförelseindex. Detta berodde främst på underavkastningen i den utländska aktieportföljen men också på ett negativt resultat från taktisk allokering. De negativa resultaten motverkades av ett positivt resultat i förvaltningen av räntebärande instrument (tabell 4.5). Enligt Tredje AP-fonden har resultatet i den utländska portföljen belastats av

transaktionskostnader i samband med investeringar i tillväxtmarknader (*emerging markets*) som under detta år definierades som ett nytt tillgångsslag i fondens strategiska portfölj. Därutöver redovisas ingen närmare analys av resultaten. Det framgår att summan av externa förvaltningsmandat gett ett negativt bidrag till fondens aktiva avkastning. Utbetalning av resultatberoende avgifter indikerar dock att vissa externa förvaltare överträffade sina mål. Resultaten för den interna förvaltningen redovisas inte. Andelen extern förvaltning minskade under året, från 45,3 procent 2005 till 40,4 procent 2006.

Den aktiva risken för den noterade portföljen, mätt med *tracking error*, uppgick till 0,5 procent 2006 (0,5 procent föregående år). Med beaktande av fondens aktiva avkastning kan den s.k. informationskvoten (förhållandet mellan aktiv avkastning och aktiv risk) uppskattas till -0,4 (2,2 föregående år). Portföljens totala risk, mätt med avkastningens standardavvikelse, uppgick till 6,3 procent (4,5 procent föregående år).

Tredje AP-fondens strategi beskrivs utförligt i fondens årsredovisning. Inför 2006 beslutade styrelsen att minska andelen svenska aktier från 16 till 12 procent av fondkapitalet och att öka andelen utländska aktier i motsvarande mån. Samtidigt genomfördes en omfördelning av den utländska aktieportföljen från Europa och USA till Asien och tillväxtmarknader. Även beträffande obligationer flyttades en andel av placeringarna från Sverige till andra länder, samtidigt som realränteobligationer återinfördes i fondens strategiska portfölj. Styrelsen reducerade riktvärdet för valutarisk från 14,7 till 13 procent av fondkapitalet (jfr tabell 4.6). Det kortsiktiga resultatet av dessa åtgärder under 2006 var positivt, motsvarande 2,1 miljarder kronor eller 1,1 procentenheter av totalportföljens avkastning (detta exkluderar effekten av att minska andelen svenska aktier som inte har definierats som en medelfristig position). Styrelsens medelfristiga avvikelser från Tredje AP-fondens långsiktiga normalportfölj beskrivs därmed som ett separat steg i affärsprocessen, mellan styrelsens beslut om normalportfölj och den operativa verksamheten.

Tabell 4.6 Tredje AP-fondens portfölj 2005 och 2006.

	2006		2005	
	Mdkr	%	Mdkr	%
Svenska aktier	26,8	12,6	29,6	15,4
Utländska aktier	86,6	40,8	78,2	40,7
Svenska obligationer	18,0	8,5	25,6	13,3
Utländska obligationer	44,5	21,0	42,5	22,1
Realränteobligationer	22,4	10,6	8,6	4,5
Alternativa investeringar	11,9	5,6	7,5	3,9
Övrigt	2,0	0,9		
<b>Summa</b>	<b>212,2</b>	<b>100,0</b>	<b>192,0</b>	<b>100,0</b>
Varav utomlands	141,5	66,7	122,6	63,9
Varav valutaexponering*	21,2	10,0	36,6	19,0

\*) Måttet inkluderar bolag med utländsk hemvist som är noterade i svenska kronor, vilka motsvarar cirka två procent av fondkapitalet. Ett mer renodlat mått på valutarisk är därmed två procentenheter lägre.

Tredje AP-fonden utmärker sig bl.a. genom ett betydande innehav av alternativa placeringar som fördelas på fastigheter, inklusive skogsfastigheter, onoterade aktier, infrastruktur och en mindre portfölj av börsnoterade forskningsbolag inom hälsoområdet (*life science*) som utvärderas mot ett absolut avkastningskrav. Tredje AP-fondens

placeringar i riskkapitalfonder inrymmer andelar i fonder som placerar i privatfinansierade infrastrukturtillgångar som skolor, vägar och sjukhus. Vid utgången av 2006 uppgick Tredje AP-fondens investeringsåtaganden i riskkapitalfonder till 12,5 miljarder kronor, varav 1,3 miljarder kronor avsåg sådana infrastrukturfonder. Av det senare beloppet var 0,7 miljarder kronor investerat. Det samlade marknadsvärderade kapitalet som investerats i riskkapitalfonder uppgick till 5,8 miljarder kronor (2,7 procent av fondkapitalet). Enligt Första–Fjärde AP-fondernas placeringsregler får maximalt fem procent av fondernas tillgångar placeras i riskkapitalfonder. Tredje AP-fonden har som mål att ligga nära denna gräns i investerat kapital, vilket i så fall innebär att ett högre belopp kommer att vara utfäst för framtida investeringar i sådana fonder.

För portföljen av alternativa investeringar gäller separata mål vid 15, 10 och 12 procent per år för riskkapitalfonder, fastigheter respektive portföljen som omfattar *life science*. Målen avser genomsnitt under en treårsperiod. Tredje AP-fondens portfölj av riskkapitalfonder har under treårsperioden 2004–2006 avkastat 17,3 procent per år, vilket överstiger målet.

#### 4.1.4 Fjärde AP-fondens resultat

Fjärde AP-fondens resultat 2006 uppgick till 18 763 miljoner kronor (25 759 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 10,4 procent (16,8 procent föregående år). Avkastningen före kostnader var 10,5 procent (16,9 procent). Inklusive överföringar från bl.a. Försäkringskassan på sammantaget 1 676 miljoner kronor ökade fondkapitalet under året med 20 439 miljoner kronor till 200 537 miljoner kronor.

Sedan starten vid årsskiftet 2000/2001 uppgår Fjärde AP-fondens avkastning till 4,8 procent per år före kostnader, eller 3,3 procent per år efter korrigering för genomsnittlig inflation. Den långsiktiga avkastningen efter kostnader är något lägre. Inför 2007 har fondens styrelse formulerat ett långsiktigt reall avkastningskrav på 4,5 procent per år, vilket således överstiger fondens hittillsvarande genomsnittliga reala avkastning.

Målet för fondens operativa verksamhet, att avkastningen över en tvåårsperiod skall överstiga jämförelseindex med 0,7 procentenheter per år, har hittills inte uppnåtts. Under 2006 var den aktiva avkastningen -0,6 procent före kostnader (-0,1 procent föregående år), varför resultatet före kostnader var klart negativt även under tvåårsperioden. Om jämförelsen begränsas till noterade tillgångar som kan förvaltas löpande under året uppgick den aktiva avkastningen till -0,5 procent 2006 (-0,1 procent föregående år). Med början 2007 har Fjärde AP-fondens styrelse sänkt målet för den aktiva avkastningen till 0,5 procentenheter före kostnader per år under en tvåårsperiod.

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick till 208 miljoner kronor (220 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,11 procent (0,13 procent) av genomsnittligt fondkapital under året. Fondens redovisade kostnader har därmed reducerats både i absoluta tal och relativt genomsnittligt fondkapital. Till

detta kommer utgifter på sammanlagt 47 miljoner kronor (40 miljoner kronor föregående år) som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som en kostnad, varav 19 miljoner kronor (16 miljoner kronor) avser resultatberoende avgifter till externa förvaltare. Resultatberoende avgifter utbetalas under förutsättning att förvaltningens resultat har överträffat uppställda mål.

**Tabell 4.7 Fjärde AP-fondens redovisade avkastning före kostnader 2005 och 2006 (procent p.a.).**

	2006			2005		
	Fonden	Index	Differens	Fonden	Index	Differens
Svenska aktier	25,7	28,1	-2,4	34,1	36,3	-2,2
Utländska aktier*	13,4	13,7	-0,2	14,5	14,8	-0,2
Obligationer*	0,6	0,6	0,1	3,7	3,5	0,3
Fastigheter	38,1	38,1	0	47,7	47,7	0
Totalt	10,5	11,1	-0,6	16,9	17,0	-0,1

\*) Avkastningen på utländska placeringar inkluderar valutasäkring.

Till fondens negativa operativa resultat 2006 bidrog, i likhet med föregående år, främst förvaltningen av svenska aktier som bedrivs internt (tabell 4.7). Enligt fonden berodde det negativa resultatet bl.a. på en alltför liten exponering mot aktier i svenska småbolag och en mindre lyckosam förvaltning av sådana aktier.

Mer än hälften av den globala aktieportföljen förvaltas internt men här var resultaten bättre 2006. Till skillnad från föregående år överträffade Fjärde AP-fondens interna förvaltning av utländska aktier jämförelseindex, medan de externa förvaltarna tagna tillsammans lyckades sämre. I likhet med föregående år lyckades de externa semiaktiva mandaten bättre än de externa helt aktiva mandaten under 2006. De förra överträffade jämförelseindex med 1,2 procentenheter detta år medan summan av de senare var 4,7 procentenheter sämre än jämförelseindex. Det sammanlagda aktiva resultatet för den externa förvaltningen av utländska aktier var -1,8 procentenheter i förhållande till jämförelseindex (0,7 procentenheter föregående år).

Förvaltningen av räntebärande instrument, som bedrivs internt, överträffade jämförelseindex i likhet med tidigare år, denna gång med knapp marginal. Det framgår av årsredovisningen att Fjärde AP-fondens förvaltning av räntebärande instrument har fått utökat riskmandat i förhållande till aktieförvaltningen, vilket bör ha samband med verksamhetens långsiktigt goda resultat. Affärsområdet taktisk allokering, som påbörjade verksamhet under 2005, bidrog med drygt 200 miljoner kronor (0,1 procent av fondkapitalet), vilket uppfyllde verksamhetens mål. Den aktiva förvaltningen av fondens valutapositioner bidrog däremot negativt med ungefär motsvarande belopp.

Fjärde AP-fonden är i hög grad internt förvaltd. Andelen extern förvaltning minskade något från 18,8 procent föregående år till 17,3 procent 2006. Den externa förvaltningen omfattade vid utgången av året 41 procent av den utländska aktieportföljen samt placeringar i riskkapitalfonder. Den interna förvaltningen omfattar således den svenska aktieportföljen som under hösten 2006 fördelades på två separata mandat, varav en passivt förvaltd portfölj av småbolag som komplement till den aktivt förvaltd portföljen som i huvudsak innehåller större bolag. Som ett resultat av denna förändring har antalet bolag i den

svenska aktieportföljen ökat markant jämfört med tidigare. Den internt förvaltade utländska aktieportföljen är fördelad på tio sektormandat, varav tre förvaltas passivt eller indexnära, och ett mandat som avser sektorval (allokering).

Fjärde AP-fondens aktiva risk, mätt med *tracking error*, uppgick till 0,8 under 2006 (oförändrat jämfört med föregående år). I kombination med en negativ aktiv avkastning på -0,5 för den noterade och omsättningsbara portföljen ger detta en informationskvot på -0,6 för 2006 (-0,1 föregående år). Fjärde AP-fondens totala risk, mätt med avkastningens standardavvikelse under året, var 7,1 procent 2006 (4,7 procent föregående år).

Vid utgången av 2006 hade Fjärde AP-fonden utfäst 3,6 miljarder kronor till sammanlagt 16 riskkapitalfonder, varav 1,3 miljarder kronor investerats (0,6 procent av fondkapitalet). Onoterade aktier har hittills inkluderats i de svenska respektive utländska aktieportföljerna men redovisas som ett eget tillgångsslag fr.o.m. 2007.

Tabell 4.8 Fjärde AP-fondens portfölj 2005 och 2006.

	2006		2005	
	Mdkr	%	Mdkr	%
Svenska aktier	41,5	19,9	36,3	20,0
Utländska aktier	80,8	42,2	76,8	42,2
Obligationer	69,6	36,3	63,3	36,4
Fastigheter	4,6	2,3	3,8	2,1
<b>Summa</b>	<b>200,5</b>	<b>100,0</b>	<b>180,1</b>	<b>100,0</b>
Varav utomlands*	118,8	59,3	111,8	62,1
Varav valutaexponering	30,2	15,1	18,1	10,1

Not. Procentuell fördelning avser marknadsexponering som kan avvika från innehavens fördelning genom derivat.

\*) Schablonmässig beräkning.

Inför 2006 hade Fjärde AP-fondens styrelse fattat ett principbeslut om att investera tre procent av fondkapitalet i s.k. tillväxtmarknader (*emerging markets*). Implementeringen av detta beslut dröjer emellertid i avvaktan på en mer förmånlig värdering. Liknande synpunkter på marknadernas värdering motiverade styrelsens beslut i slutet av 2005 att reducera fondens strategiska valutaexponering från 20 till 10 procent, vilket avspeglade bedömningen att kronan då var undervärderad. Beslutet visade sig vara förmånligt eftersom kronan därefter stärktes under loppet av 2006. Styrelsen beslutade ett år senare att stänga in en del av vinsten genom att höja fondens strategiska valutaexponering till 15 procent, vilket alltså understeg fondens långsiktiga norm för valutaexponering vid 20 procent av fondkapitalet.

Under 2006 har Fjärde AP-fonden fördjupat analysen av fondens åtagande inom pensionssystemet med syfte att identifiera den strategiska portfölj (normalportfölj) som bäst motsvarar detta åtagande. Givet de antaganden som lagts till grund för analysen, bl.a. gällande uppdragsgivarens (allmänhetens) riskbenägenhet och förväntad avkastning och risk för olika tillgångsslag, gav analysen bl.a. till resultat att fondens aktieandel bör höjas från 61 till 65 procent. Styrelsen har emellertid avstått från att implementera beslutet.

Sjätte AP-fondens resultat 2006 uppgick till 2 064 miljoner kronor (1 241 miljoner kronor 2005), vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 13,8 procent (8,9 procent föregående år). Avkastningen före kostnader uppgick till 16,1 procent (11,0 procent). Fondkapitalet påverkas inte av några andra omständigheter än fondens resultat och ökade därmed från 15 126 miljoner kronor 2005 till 17 190 miljoner kronor 2006.

Vid utgången av 2006 hade 9,5 miljarder kronor (55,3 procent av fondkapitalet) investerats i onoterade bolag, medan sammantaget 17,5 miljarder kronor utfästs för investeringar i riskkapitalfonder och direktägda bolag, vilket representerar en ökning med 3,4 miljarder kronor jämfört med föregående år. Under 2006 gjordes ny- och tilläggsinvesteringar i onoterade bolag som uppgick till 3,2 miljarder kronor (knappt 1,7 miljarder kronor), medan 4,2 miljarder kronor (2,7 miljarder kronor) återbetalades till Sjätte AP-fonden i samband med försäljningar av portföljbolag. Den andel av fondkapitalet som inte investerats i onoterade bolag placeras i mer likvida tillgångar, dels inom ramen för fondinvesteringar (*mixed equity*), dels inom ramen för internbanken. Placeringar i mer likvida tillgångar utgör delvis en buffert som motiveras av behovet att infria redan gjorda utfästelser men är också en reserv som fluktuerar med förutsättningarna på riskkapitalmarknaden (alla tillgångar som inte investeras i onoterade bolag är dock inte kortsiktigt likvida). Fonden avviker från privata riskkapitalfonder genom att, inom ramen för fondens verksamhet, även förvalta en buffert av likvida tillgångar. I privata riskkapitalfonder ligger reserver av detta slag kvar hos fondernas externa investerare i form av s.k. utfäst kapital som avropas i takt med att investeringar genomförs, bl.a. av skäl som har samband med riskkapitalfondernas höga avkastningskrav.

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

	2006	2005	2004	2003	2002	Andel 2006
Onoterade bolag	9 518	8 243	8 469	7 257	5 853	55 %
Likvida tillgångar	7 680	6 874	5 413	5 516	5 748	45 %
Total portfölj	17 198	15 117	13 882	12 773	11 601	
Övrigt	-8	9	3	2	20	
Fondkapital	17190	15 126	13 885	12 775	11 621	100 %

Enligt styrelsens mål skall Sjätte AP-fondens avkastning, sedan hänsyn tagits till fondens kostnader, överträffa ett absolut avkastningsmål i ett rullande femårsperspektiv. Avkastningsmålet var 7,2 procent 2006 (6,1 procent föregående år). Avkastningen efter kostnader uppgick till 13,8 procent (8,9 procent) och är därmed konsistent med långsiktigt måluppfyllelse. Före 2003 var fondens mål knutet till borsindex. Som framgår av tabell 4.10 har Sjätte AP-fonden överträffat ett sammanvägt långsiktigt mål med 4,1 procentenheter under femårsperioden 2002–2006.

Målet för fondens avkastning har sedan 2003 baserats på förväntade riskpremier i olika delar av verksamheten. Det innebär att avkastningskraven är högre för placeringar i onoterade bolag. Här var det övergripande målet 2006 att uppnå en avkastning på minst 9,0 procent (8,4 procent föregående år), medan målet för övriga innehav av likvida

tillgångar var 5,1 procent (3,1 procent föregående år). Det höjda målet för likvida tillgångar återspeglade portföljens högre risk genom tillkomsten av placeringar i noterade bolag (*mixed equity*). Placeringar i likvida aktier återkom därmed i Sjätte AP-fondens portfölj som ett separat affärsområde, efter ett uppehåll under perioden 2003–2005. Skillnaden jämfört med perioden före 2003 är att dessa placeringar inte längre ses som en renodlad likviditetsbuffert, utan som ett alternativ till placeringar i onoterade bolag och därför en del av investeringsverksamheten. Omfattningen av dessa placeringar torde bl.a. variera med förekomsten av konkurrerande placeringar på den onoterade marknaden.

**Tabell 4.10 Sjätte AP-fondens avkastning efter kostnader 2002–2006 (procent p.a.).**

	2006	2005	2004	2003	2002	Genomsnitt
Onoterade bolag	13,4	8,6	11,9	14,6	-21,7	4,3
Likvida tillgångar	11,6	8,4	4,4	6,7	-34,7	-2,5
Totalavkastning	13,8	8,9	8,6	10,7	-30,9	0,6
Jämförelseindex*	7,2	6,1	6,4	7,4	-35,7	-3,5
Differens	6,6	2,8	2,2	3,3	4,8	4,1

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

Eftersom Sjätte AP-fondens långsiktiga mål före 2003 var knutet till borsindex, var det tidigare möjligt att uppnå fondens långsiktiga mål även vid negativ avkastning. Mot bakgrund av det växande inslaget av aktier i onoterade bolag beslutade styrelsen att Sjätte AP-fonden fr.o.m. 2003 skulle ha samma typ av mål som hela tiden gällt för riskkapitalverksamheten, dvs. ett krav på absolut avkastning över rullande femårsperioder. Vid samma tillfälle minskades aktieexponeringen inom den dåvarande likviditetsförvaltningen.

**Tabell 4.11 Sjätte AP-fondens redovisade resultat 2002–2006 (miljoner kronor).**

	2006	2005	2004	2003	2002
Onoterade bolag	1514	990	1 152	1 099	-1 276
Likvida tillgångar	881	577	298	394	-3 529
Interna kostnader	-131	-125	-121	-153	-150
Externa kostnader*	-200	-201	-219	-187	-152
<b>Årets resultat</b>	<b>2 064</b>	<b>1 241</b>	<b>1 110</b>	<b>1 153</b>	<b>-5 107</b>

\*) Arvoden till externa förvaltare.

Fondens förvaltningskostnader uppgick till 331 miljoner kronor 2005 (326 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 2,0 procent av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital (2,2 procent föregående år). Huvuddelen av kostnaderna avser förvaltningen av aktier i onoterade bolag som i stor utsträckning bedrivs i form av extern förvaltning. Det bör observeras att Sjätte AP-fonden, i motsats till bl.a. Första–Fjärde AP-fonderna, löpande redovisar alla avgifter till externa fonder som en kostnad i fondens resultaträkning. Det innebär att Sjätte AP-fonden redovisar högre löpande förvaltningskostnader för externa riskkapitalfonder än Första–Fjärde AP-fonderna och även många andra institutionella investerare, vilket kompenseras av en större resultatpåverkan i samband med slutlig försäljning av portföljbolag (*exit*). Eftersom det inte byggs upp någon fordran på externa förvaltare i Sjätte AP-fondens balansräkning, uppstår det inte heller något behov av att kvitta sådana fordringar mot framtida försäljningsintäkter, vilket skulle påverka det redovisade resultatet negativt.



Sjätte AP-fondens förvaltning organiseras fr.o.m. 2006 omkring den s.k. investeringsverksamheten som omfattar placeringar i onoterade och noterade bolag. Vid utgången av året omfattade investeringsverksamheten 15 030 miljoner kronor, varav 5 512 miljoner kronor (37 procent) avsåg noterade bolag. Resultatet före kostnader var 2 329 miljoner kronor, varav 815 miljoner kronor (35 procent) avsåg aktier i noterade bolag (tabell 4.12).

Investeringsverksamheten är uppdelad i fyra affärsområden:

- AP Direktinvesteringar investerar direkt i väletablerade företag där finansiella eller strukturella förändringar skapar förutsättningar för tillväxt och där det finns behov av en stark finansiell partner,
- AP Partnerinvesteringar investerar tillsammans med affärspartners i företag som behöver förnya sin affärsmodell för att växa,
- AP Life Science investerar i bolag och fonder inom läkemedel, bioteknik och medicinsk teknik,
- AP Fondinvesteringar investerar i fonder och investmentbolag inom tre marknadssegment – buy out, venture capital och mixed equity.

Alla fyra affärsområden lämnade positiva bidrag till investeringsverksamhetens resultat 2006. AP Fondinvesteringar uppvisade det bästa resultatet, räknat i kronor, vilket berodde på mycket goda resultat inom *buy out* och även *mixed equity* som uppvägde ett negativt resultat från fondplaceringar i tidig fas (*venture capital*). Även under 2006 har nedskrivningar gjorts av innehav i den senare portföljen, vilket understryker de skilda förutsättningarna på marknaderna för mogen fas (*buy out*) respektive tidig fas. Sjätte AP-fonden uppger på annan plats i årsredovisningen att den svenska marknaden för *venture capital* fortfarande lider av det stora antalet fonder som etablerades vid millennieskiftet och som sedan dess i de flesta fall har gett en svag avkastning. Sjätte AP-fondens fondplaceringar i tidig fas verkar inte utgöra något undantag.

**Tabell 4.12 Investeringsverksamhetens kapital samt resultat och avkastning före kostnader 2006.**

	Marknadsvärde (mnkr)	Resultat (mnkr)	Avkastning (%)
AP Direktinvesteringar	4 308	485	11,0
AP Partnerinvesteringar	524	110	31,2
AP Life Science	1 679	204	12,9
AP Fondinvesteringar:			
- Buy out	2 260	1 097	49,1
- Venture Capital	747	-382	-35,4
- Mixed Equity	5 512	815	17,0
<b>Totalt</b>	<b>15 030</b>	<b>2 329</b>	

Den del av investeringsverksamheten som avser placeringar i noterade aktier (*mixed equity*) gav under 2006 ett resultat före kostnader på 815 miljoner kronor, vilket motsvarade en avkastning på 17,0 procent.



Portföljen omfattar börsnoterade investmentbolag, som i sin tur kan investera i onoterade bolag, och aktivt förvaltade aktiefonder med en hög andel små och medelstora bolag. Affärsområdet har bl.a. utfäst 600 miljoner kronor till en ny svensk fond som skall placera i små noterade bolag och där kapitalet förblir bundet över ett antal år, i likhet med vad som gäller vid placeringar i riskkapitalfonder.

### *Internbanken*

Internbanken förvaltar Sjätte AP-fondens överskottslikviditet, dvs. det kapital som inte har tagits i anspråk inom investeringsverksamheten. Internbanken ansvarar bl.a. för AP-konvertibeln som är ett instrument för långsiktig (upp till 10 år) finansiering av generationsskiften. Det av Internbanken förvaltade kapitalet uppgick till 2 168 miljoner kronor vid utgången av 2006. Årets resultat före kostnader uppgick till 66 miljoner kronor, vilket motsvarade en avkastning på 4,1 procent. Resultatet efter kostnader var 55 miljoner kronor, vilket motsvarade en avkastning på 3,9 procent. Detta skall jämföras med målet för verksamheten som var en avkastning efter kostnader på 2,9 procent. Målet överträffades därmed.

AP-konvertibeln är ett efterställt lån i förhållande till bankfinansiering, med rätten att konvertera det utlånade beloppet till bolagets aktier som säkerhet. Minsta investering för Sjätte AP-fonden är 10 miljoner kronor. Produkten lanserades under 2006. Vid årets utgång hade tre företagsförvärv genomförts med hjälp av AP-konvertibeln, medan ytterligare några bolag stod på tur.

Sjätte AP-fonden bedriver även en kontaktskapande verksamhet ute i landet genom fondens regionala nätverk. Representanter för fonden besöker regelbundet ett antal av landets regioner med syfte att skapa kontakter och sprida kännedom om fondens verksamhet, bl.a. AP-konvertibeln.

### 4.3 Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden förvaltar Premiesparfonden och Premievalsfonden som är två fonder inom premiepensionssystemet. För pensionssparare som avstår från att välja någon annan fond förs motsvarande premiepensionsmedel till Premiesparfonden. Eftersom ett stort antal pensionssparare avstått från att välja annan fond är Premiesparfonden den klart största fonden inom premiepensionssystemet. Det förvaltade kapitalet i Premiesparfonden uppgick till 78 847 miljoner kronor vid utgången av 2006 (58 114 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarade 29,6 procent av det samlade premiepensionskapitalet (30,2 procent föregående år). Därutöver förvaltar Sjunde AP-fonden Premievalsfonden, som är det valbara statliga alternativet inom premiepensionssystemet. Det förvaltade kapitalet i Premievalsfonden uppgick till 2 270 miljoner kronor vid utgången av 2006 (1 695 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarade 0,9 procent av det samlade premiepensionskapitalet (oförändrat jämfört med föregående år). Premievalsfonden var därmed systemets sjuttonde största fond.

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

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

Jämförelser med andra fonder i premiepensionssystemet görs med en avkastning mätt enligt NAV-kursmodellen (dvs. på grundval av fondkurser som beräknats kl. 16 svensk tid). Denna metod innebär att avkastning mäts efter avdrag av den förvaltningsavgift som betalas till Sjunde AP-fonden. Vid utvärdering av den operativa förvaltningen i förhållande till jämförelseindex beräknas däremot en avkastning enligt stängningskursmodellen (fondernas innehav av värdepapper värderas vid tidpunkten för stängning av respektive marknad). Därmed erhålls konsistenta jämförelser, såväl med andra fonder i premiepensionssystemet som med fondernas sammanvägda jämförelseindex. Metoden innebär att avkastning mäts före avdrag av den förvaltningsavgift som betalas till Sjunde AP-fonden.

**Tabell 4.13 Sjunde AP-fondens avkastning efter kostnader enligt NAV-kursmodellen (procent p.a.).**

	2006	2005	2004	2003	2002	Genomsnitt
Premiesparfonden	10,5	25,1	10,1	18,7	-27,0	5,7
PPM-index	13,0	32,3	8,8	16,2	-33,1	4,8
Differens	-2,5	-7,2	1,3	2,5	6,1	0,9
Premievalsfonden	11,7	27,7	9,6	19,6	-30,6	5,3
PPM-index	13,0	32,3	8,8	16,2	-33,1	4,8
Differens	-1,3	-4,6	0,8	3,5	2,5	0,5

Även om marginalen har krympt under de två senaste åren överträffar Premiesparfondens avkastning alltså genomsnittet av valbara fonder i premiepensionssystemet (PPM-index). Avkastningen under den senaste femårsperioden uppgick till 5,7 procent per år efter kostnader, vilket överträffade PPM-index med i genomsnitt 0,9 procent per år (tabell 4.13). Premiesparfondens risk, mätt med standardavvikelse, var dessutom lägre än risken i PPM-index varje enskilt år, varför förvaltningen av Premiesparfonden har uppnått styrelsens mål under perioden.

Avkastningen för Premievalsfonden uppgick under samma tid till i genomsnitt 5,3 procent per år efter kostnader, dvs. något lägre än för Premiesparfonden, vilket förklarar varför marginalen till PPM-index är något mindre. Dock överträffade även Premievalsfonden PPM-index under perioden med en marginal som väl motsvarar nu gällande mål (0,35 procent per år) men inte det före 2004 gällande målet att Premievalsfonden skulle tillhöra premiepensionssystemets bästa kvartil (de 25 procent bästa fonderna i termer av genomsnittlig avkastning).

Viktiga orsaker till att båda fonderna överträffat PPM-index är Sjunde AP-fondens beslut att, till skillnad från vad som brukar utmärka andra värdepappersfonder, valutasäkra ungefär hälften av de utländska tillgångarna under en period när kronan stärktes, och att välja realränteobligationer med lång duration under en period när realräntan föll.

**Tabell 4.14 Sjunde AP-fondens avkastning före kostnader enligt stängningskursmodellen (procent p.a.).**

	2006	2005	2004	2003	2002	Genomsnitt
Premiesparfonden	10,8	25,5	10,8	19,8	-27,1	6,1
Jämförelseindex	10,8	24,8	11,2	19,5	-26,5	6,2
Differens	0,0	0,7	-0,4	0,3	-0,6	-0,1
Premievals-fonden	12,0	28,2	10,5	21,2	-30,8	5,9
Jämförelseindex	11,9	27,2	11,7	21,4	-30,0	6,2
Differens	0,1	1,0	-1,2	-0,2	-0,8	-0,3

Som framgår av tabell 4.14 har avkastningen för både Premiesparfonden och Premievals-fonden motsvarat eller överträffat jämförelseindex före kostnader under de två senaste åren, men inte under femårsperioden som helhet. Det innebär att Sjunde AP-fondens operativa mål inte har uppnåtts under femårsperioden.

Sjunde AP-fondens placeringar är till övervägande del externt förvaltade (82 procent). Det är en viktig anledning till att antalet anställda uppgick till 15 personer vid utgången av 2006, vilket kan jämföras med 46–64 personer i var och en av Första–Fjärde AP-fonderna vid samma tillfälle. Nettokostnaden efter rabatt uppgick till 0,15 procent i Premiesparfonden och 0,29 procent i Premievals-fonden.

Sedan 2005 arbetar Sjunde AP-fonden med en förvaltningsmodell som innebär en tydlig uppdelning av aktiv och passiv förvaltning i form av separerad alfa- och betaförvaltning. Enligt denna modell förvaltas kapitalet passivt till lägsta möjliga kostnad, medan eventuell aktiv förvaltning får karaktären av ett absolutavkastande uppdrag (alfauppdrag) som komplement till den passiva förvaltningen (betauppdraget). Summan av de två uppdragen blir jämförbar med ett traditionellt aktivt förvaltningsuppdrag. Genom att separera uppdragen uppnås ökad renodling och förmodligen förbättrad långsiktig kostnadseffektivitet. Under 2006 var 60 procent av den svenska aktieportföljen förvaltat på detta sätt.

#### 4.4 Avvecklingsfonderna

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

I Första AP-fondens avvecklingsfond förvaltas fordringsrätter som inte är utgivna för allmän omsättning. Resultatet 2006 blev 207 miljoner kronor (214 miljoner kronor föregående år). Fondkapitalet minskade

något från 3 688 miljoner kronor till 3 643 miljoner kronor, eftersom 252 miljoner kronor överfördes till Första–Fjärde AP-fonderna (1 450 miljoner kronor under 2005). Sedan 2001 har Första AP-fondens avvecklingsfond överfört totalt 21,5 miljarder kronor till Första–Fjärde AP-fonderna.

**Tabell 4.16 Avvecklingsfonderna 2006 (miljoner kronor).**

	Första AP-fondens avvecklingsfond	Fjärde AP-fonden, Särskilda förvaltningen
Ingående fondkapital	3 688	472
Överföringar	-252	-180
Årets resultat	207	197
Utgående fondkapital	3 643	489

Fjärde AP-fonden, Särskilda förvaltningen, förvaltar onoterade aktier och liknande värdepapper som Första–Fjärde AP-fonderna inte får inneha enligt nuvarande regler. Resultatet 2006 blev 197 miljoner kronor (586 miljoner kronor föregående år). Fondkapitalet steg något från 472 miljoner kronor till 489 miljoner kronor eftersom 180 miljoner kronor, dvs. något mindre än fondens resultat, överfördes till Första–Fjärde AP-fonderna (920 miljoner kronor under 2005). Sedan 2001 har Särskilda förvaltningen överfört totalt 1 933 miljoner kronor till dessa fonder, vilket något överstiger portföljens ursprungliga bedömda marknadsvärde.

I detta avsnitt presenteras regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet som omfattar bedömningar av fondernas strategiska beslut och förvaltningsresultat under femårsperioden 2002–2006. Sjätte AP-fondens onoterade portfölj måste av praktiska skäl utvärderas med utgångspunkt i den första investering som ännu inte realiserats, dvs. med början 1997. När det gäller bedömningar av fondernas strategiska beslut utsträcks perspektivet så långt som möjligt, mot bakgrund av fondernas långsiktiga uppdrag.

Utvärderingen av AP-fondernas förvaltning innehåller dels en bedömning av fondernas mål och andra beslut av strategisk vikt som har fattats av respektive fondstyrelse, dels en bedömning av fondernas avkastning i förhållande till uppställda mål. AP-fondernas mål kommer till uttryck i styrelsernas beslut om referens- eller normalportföljer, dvs. den långsiktiga placeringsinriktning som ligger till grund för fondernas operativa förvaltning, samt i styrelsernas beslut om operativa mål i förhållande till dessa normalportföljer. Andra beslut av strategisk betydelse inkluderar fondernas val av förvaltningsstruktur, dvs. fördelningen mellan intern och extern förvaltning, respektive aktiv och passiv förvaltning.

Som ett led i utvärderingen av styrelsernas strategiska beslut jämförs denna gång Första–Fjärde AP-fondernas avkastning sedan halvårsskiftet 2001 med avkastningen för ett stort antal simulerade portföljer som syftar till att beskriva spannet av alternativa placeringsstrategier som stod till buds vid periodens början. Jämförelsen, som är indikativ till sin natur, motiveras av en brist på naturliga jämförelsenormer.

Till grund för regeringens utvärdering ligger ett underlag från Wassum Investment Consulting, som utfört uppdraget med stöd av nätverket Hewitt Wassum Investment Partners (bilaga 8). Wassum har efter upphandling fått detta uppdrag under treårsperioden 2006–2008, med möjlighet till ett års förlängning.

Utvärderingen av styrelsernas strategiska beslut baseras på styrelsedokumentation, intervjuer med styrelseledamöter och företrädare för fondernas operativa ledning samt på fondernas totala avkastning i ett långsiktigt perspektiv. Vid utvärderingen av fondernas operativa förvaltning exkluderas däremot fastigheter och onoterade aktier som inte kan marknadsvärderas fortlöpande och inte heller omsättas på en marknad för att ge uttryck för taktiska marknadsbedömningar på det sätt som normalt sker i samband med aktiv förvaltning av likvida finansiella instrument. Utvärderingen baseras på avkastningssiffror som har beräknats av Wassum på grundval av portföljdata från AP-fonderna. Resultaten kan i vissa fall avvika något från den avkastning som redovisats i fondernas årsredovisningar. Avkastningen är även beräknad före förvaltningskostnader, vilket har sin grund i ett önskemål om att även kunna bedöma fondernas förvaltning med en fördelning på tillgångsslag.

Sjätte AP-fonden är inriktad mot förvaltning av aktier i små och medelstora bolag och har betydande innehav av onoterade aktier. Denna förvaltning utvärderas med beaktande av branschens riktlinjer (se faktaruta i anslutning till avsnitt 5.3). Sjunde AP-fondens förvaltning

utvärderas på grundval av fondkurser (*net asset value*) eller motsvarande, vilka inkluderar samtliga tillgångsslag. Sjätte och Sjunde AP-fondernas avkastning är i vissa fall beräknad efter kostnader. Skr. 2006/07:130

## 5.1 Styrning och utvärdering av AP-fonderna

**Regeringens bedömning:** Regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna ligger fast.

**Regeringens skrivelse för 2001–2005:** Regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna, som för första gången ligger till grund för utvärderingen, utgör grund för en fortsatt och breddad dialog med fondernas styrelser. Eftersom AP-fondernas styrelser har det fulla och odelade ansvaret för verksamheten, är det av avgörande betydelse att styrelserna identifierar och upprätthåller en tydlig fördelning av roller och ansvar mellan styrelsen och den operativa ledningen i respektive fond. Regeringen kan bli tydligare genom att bättre följa upp utnämningar av ledamöter i AP-fondernas styrelser, bl.a. genom en relevant introduktion från huvudmannens sida. Utvärderingen av AP-fondernas verksamhet kan förbättras genom att i första hand inriktas mot fondernas långsiktiga resultat, avseende såväl styrelsernas strategiska beslut som fondernas operativa förvaltning.

**Skälen för regeringens bedömning:** I skrivelsen för 2001–2005 publicerades en policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna (skr. 2005/06:210 s. 43 ff., se även bilaga 1). Målsättningen är att denna skall förbättra styrningens effektivitet genom att bidra till ökad tydlighet och främja konsistens över tiden. En policy har även fördelen att vara oavbrutet aktuell, till skillnad från de årliga utvärderingarna som riskerar att förlora aktualitet kort efter offentliggörandet. För att detta mål skall nås måste policyn behållas under en följd av år.

Viktiga komponenter i riktlinjerna är t.ex. regeringens åtagande att i första hand bedöma fondernas avkastning i ett långsiktigt perspektiv och att utveckla utvärderingen av styrelsernas strategiska beslut, som erfarenhetsmässigt har stor betydelse för fondernas långsiktiga avkastning. Detta har beaktats och skall utvecklas ytterligare.

Andra viktiga komponenter har tyvärr försenats. Det gäller behovet att ge nya ledamöter i AP-fondernas styrelser en introduktion från huvudmannens sida, utöver den introduktion som sker genom fondernas försorg, och att utveckla kommunikationen mellan huvudmannen och styrelsens ledamöter, exempelvis genom styrelseseminarier eller liknande arrangemang. Ytterligare steg skall tas för att omsätta policyn för styrning och utvärdering av AP-fonderna i praktisk handling.

## 5.2 Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning

**Regeringens bedömning:** Buffertfonderna har sammantaget lämnat påtagliga bidrag till pensionssystemets finansiella stabilitet, trots påfrestningar i form av inledande marknadsoro. Fondernas långsiktiga

placeringsinriktning, som den kommer till uttryck genom styrelsernas strategiska beslut, har därmed visat sig fungera väl, så långt det hittills låter sig bedömas. En väsentlig orsak till fondernas framgång i detta avseende är styrelsernas beslut att hålla fast vid fastlagda strategier även när oron på aktiemarknaderna kulminerade under 2002, vilket innebär att Första–Fjärde AP-fonderna har kunnat dra nytta av börsernas återhämtning därefter.

Det sammantagna resultatet av fondernas operativa förvaltning har hittills inte bestått provet på samma sätt.

**Regeringens skrivelse för 2001–2005:** Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga resultat är nu positivt, även efter beaktande av inflationen och jämfört med inkomstindex som är styrande för uppräknigen av inkomstpensionssystemets övriga tillgångar respektive skulder. Till fondernas långsiktiga resultat bidrar i allt väsentligt styrelsernas strategiska beslut. För att närmare bedöma styrelsernas val av förvaltningsstruktur krävs ytterligare underlag.

**Wassums utvärdering:** Buffertfondernas förvaltning (Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna) har hittills fungerat bra och bidragit till att stabilisera utgående pensioner i enlighet med pensionssystemets mål. Buffertfondernas reala avkastning uppgick till 172,5 miljarder kronor under de senaste sex åren. Avkastningen överträffade även inkomstindex med 97,3 miljarder kronor. Utan denna avkastning hade med stor sannolikhet pensionssystemets automatiska balansering utlösts. Det goda resultatet kan till stor del förklaras av att Första–Fjärde AP-fonderna har hållit fast vid fondernas strategier i samband med den omtumlande inledningen under 2001 och 2002.

Första–Fjärde AP-fondernas reala avkastning under de första sex åren efter reformen uppgår till mellan 3,1 och 4,6 procent per år. Tre av fyra fonder har uppnått en avkastning som ligger i nivå med den strategiska målsättning som har formulerats av respektive fond.

Första–Fjärde AP-fondernas ackumulerade nominella avkastning sedan halvårsskiftet 2001 uppgår till 246,7 miljarder kronor. Styrelsernas ursprungliga beslut om strategisk portfölj har bidragit mest (234,7 miljarder kronor). Utöver detta har de samlade strategiändringar som beslutats av styrelserna bidragit positivt med 8,5 miljarder kronor, medan de operativa förvaltningsorganisationerna har bidragit med 3,7 miljarder kronor genom aktiv förvaltning av fondernas likvida portföljer. Eftersom styrelserna skall fastställa strategier och normalportföljer, är det naturligt att dessa beslut bidrar med den övervägande delen av avkastningen på längre sikt. Första–Fjärde AP-fondernas samlade förvaltningskostnader uppgick till 4,9 miljarder kronor under perioden. För två av fonderna kan resultatet av den löpande förvaltningen betecknas som gott – löpande förändringar av strategin och aktiv förvaltning bidrar sammantaget med väsentliga värden till Andra och Tredje AP-fondernas resultat.

För att komma förbi svårigheterna att åstadkomma en rättvisande konkurrentjämförelse kan man göra en jämförelse av Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga avkastning baserad på simulering. Fondernas avkastning har därför jämförts med ett stort antal (33 975) hypotetiska scenarier som var tänkbara som alternativa investeringsstrategier vid halvårsskiftet 2001 och vars avkastning fram till utgången av 2006 har

beräknats med hjälp av tillgängliga marknadsindex. Det är viktigt att analysera scenarier som både i teorin och praktiken varit möjliga för fonderna. Jämförelsen kan inte ensam svara på frågan om förvaltningen har varit bra eller dålig men kan, tillsammans med övriga resultat, bidra till att komplettera bilden av fondernas förvaltning.

Spannet av simulerade avkastningstal varierar mellan 4,36 procent per år och 8,74 procent per år (en skillnad på 4,4 procentenheter). Första–Fjärde AP-fondernas genomsnittliga avkastning var 6,71 procent per år, vilket är bättre än 60 procent av alla scenarier. Tre AP-fonder ligger över eller mycket över medianen (Första, Andra och Tredje AP-fonderna), medan Fjärde AP-fondens avkastning tyvärr understiger medianen. Jämförelsen tar inte hänsyn till risk. Indikationen är emellertid att Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning totalt sett har varit framgångsrik.

AP-fonderna har däremot inte uppnått målen för aktiv förvaltning. Det läggs ned betydande resurser i denna del av förvaltningen och den utgör därför en viktig del av AP-fondernas förvaltningsverksamhet. Första och Tredje AP-fonderna har överträffat sina jämförelseindex under den senaste femårsperioden, medan Andra och Fjärde AP-fonderna uppvisar underavkastning. Om man dessutom tar hänsyn till fondernas egna målsättningar för överavkastning, som uppgår till 0,5 procentenheter per år eller mer, blir slutsatsen att den aktiva förvaltningen inte har uppfyllt målen för någon av fonderna under den senaste femårsperioden. Målet för aktiv avkastning inom Första–Fjärde AP-fonderna motsvarar cirka 14 miljarder kronor under de senaste fem åren.

### **Skälen för regeringens bedömning**

#### *Långsiktig avkastning*

Genom goda resultat fyra år i följd, som mer än väl kompenserar för inledande förluster under de första åren efter reformen, har buffertfonderna bidragit till pensionssystemets finansiella stabilitet under hela perioden 2001–2006. Fonderna kan därmed bedömas ha varit till nytta för pensionssystemet under samma tid. Fondernas förluster inträffade under en period när systemet var finansiellt robust, medan förlusterna har återhämtats och därefter vänts till långsiktiga vinster när detta behövdes för att motverka en alltför stor försvagning av balanstalet, dvs. förhållandet mellan pensionssystemets tillgångar och skulder (se avsnitt 3.2).

En rad indikatorer tyder på att Första–Fjärde AP-fondernas sammantagna långsiktiga avkastning kan betecknas som god. Tre fonder av fyra har uppnått en avkastning som överträffar det långsiktiga mål för real avkastning som har formulerats av respektive fond. Samma fonder har även uppnått en real avkastning som väl tillgodoser förutsättningarna för Försäkringskassans bedömningar av pensionssystemets långsiktiga utveckling (3,25 procent per år enligt Försäkringskassans s.k. basscenario). Fonderna har bidragit till pensionssystemets finansiella stabilitet genom att leverera en sammanlagd avkastning som väl överstiger inkomstindex. Slutligen indikerar en simulering att Första–



Fjärde AP-fondernas sammantagna avkastning kan betecknas som konkurrenskraftig (se nedan). En viktig anledning till fondernas långsiktigt goda resultat är styrelsernas beslut att hålla fast vid fondernas valda placeringsinriktning även när oron på aktiemarknaderna kulminerade under 2002, vilket bl.a. innebar att fonderna fullt ut kunde dra nytta av aktiemarknadernas återhämtning under de följande åren. Utvärderingen understryker betydelsen av styrelsernas strategiska val för fondernas långsiktiga avkastning.

Buffertfonderna, vilket även inkluderar Sjätte AP-fonden, har hittills levererat ett samlat reallt överskott efter inflation som uppgår till 172,5 miljarder kronor för sexårsperioden 2001–2006. Under denna tid har fonderna även genererat ett överskott i förhållande till inkomstindex som kan beräknas till drygt 97 miljarder kronor (bilaga 8 s. 15). Inkomstindex är styrande för den årliga uppräknings av inkomstpensionssystemets övriga tillgångar och skulder, utöver det fonderade kapitalet, och utgör därmed en lägsta norm för att avgöra om fonderna har bidragit till pensionssystemets finansiering. Till det kan läggas att fondernas summerade överskott i förhållande till inkomstindex vid utgången av 2006 utgjorde en dominerande andel av pensionssystemets ackumulerade överskott vid samma tidpunkt (100 miljarder kronor). Ett år tidigare översteg buffertfondernas ackumulerade överskott i förhållande till inkomstindex pensionssystemets finansiella överskott, varför fonderna entydigt kan sägas ha medverkat till att den automatiska balansmekanismen hittills inte har behövt aktiveras.

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

	AP1	AP2	AP3	AP4	Summa
Ursprunglig strategi	59,8	59,4	55,5	60,0	234,7
Strategiändringar	-0,5	6,4	6,1	-3,5	8,5
Förvaltningsaktivitet	2,9	1,0	2,5	-2,7	3,7
Övriga resultat effekter	-0,7	3,9	1,7	-0,3	4,6
Kostnader	-1,2	-1,3	-1,3	-1,1	-4,9
Akkumulerat resultat	60,3	69,4	64,5	52,5	246,7

Källa: Wassum

Första–Fjärde AP-fondernas ackumulerade resultat från halvårsskiftet 2001 till och med utgången av 2006 uppgick till 246,7 miljarder kronor i nominella termer (tabell 5.1). Detta summerade resultat förklaras till övervägande del av styrelsernas initialt beslutade strategi, vilket är naturligt. Varje strategiskt beslut om investeringar i tillgångar som har gett en positiv avkastning sedan halvårsskiftet 2001 tillgodoräknas det strategiska resultatet, medan det operativa resultatet utgår från marknadernas genomsnittliga avkastning och kan därför avvika i både positiv och negativ riktning.<sup>21</sup> Om den ursprungliga placeringsinriktningen hade behållits hela tiden hade resultatet blivit 234,7 miljarder kronor före kostnader (95 procent av det faktiska resultatet). Den aktivitet som bedrivits efter halvårsskiftet 2001 kan fördelas mellan förändringar av styrelsernas strategiska beslut, som bidragit med 8,5 miljarder kronor före kostnader, respektive fondernas

<sup>21</sup> Under perioden 2001–2006 har endast utländska aktier utan valutasäkring gett en negativ avkastning mätt i svenska kronor (-0,5 procent per år, se bilaga 8 s. 9).

operativa förvaltning, som bidragit med 3,7 miljarder kronor före kostnader. Posten övriga resultateffekter har samband med onoterade tillgångar och bör därmed anses ingå i styrelsernas ansvarsområde. Fondernas summerade kostnader under samma tid (4,9 miljarder kronor) har samband med alla resultatkomponenter ovan.

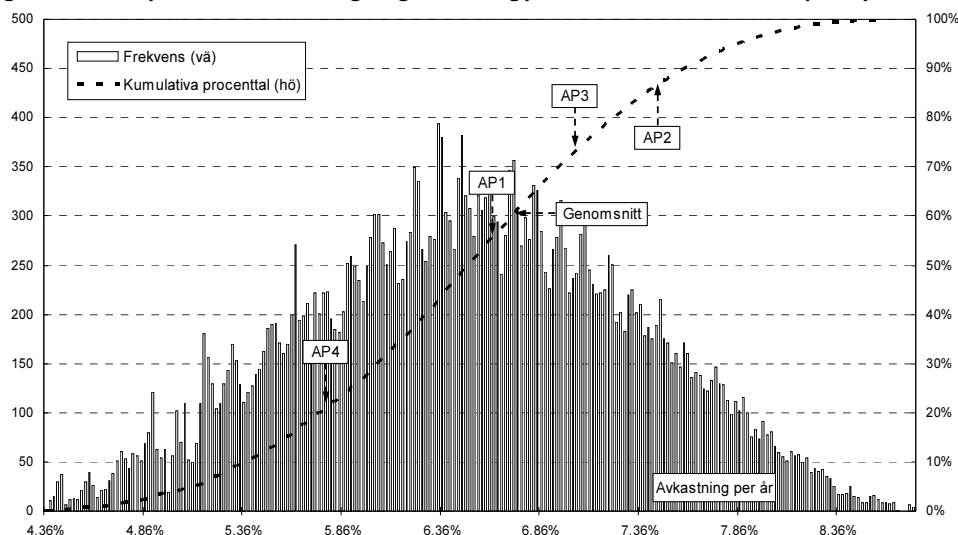
Den strategi som var gällande vid halvårsskiftet 2001 är inte med nödvändighet en korrekt utgångspunkt för en regelrätt utvärdering. En del av styrelsernas strategiändringar fram till 2006 hade en långsiktig inriktning och kan därmed betraktas som successiva förbättringar av den ursprungliga strategin, vilka i så fall bör utvärderas över en tillräckligt lång horisont. I andra fall motiveras strategiförändringar av värderingsargument som däremot kan utvärderas över en medelfristig horisont. Vid en djupare analys kan alla förändringar av styrelsernas strategiska beslut därför inte bedömas från samma utgångspunkter.

Denna gång utvecklas utvärderingen av styrelsernas strategiska beslut i en annan och kompletterande riktning genom att inkludera en jämförelse av Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga avkastning med ett stort antal simulerade portföljer. Jämförelsen indikerar att AP-fondernas samlade avkastning hittills varit konkurrenskraftig. Som har framgått ovan beror fondernas långsiktiga utveckling i allt väsentligt på styrelsernas val av strategisk placeringsinriktning (normalportfölj) och hur denna har förändrats över tid. Styrelserna bär emellertid även ett övergripande ansvar för fondernas förvaltning genom att besluta om frågor som har samband med genomförandet av valda strategier (förvaltningsstruktur), i vart fall genom att följa upp resultaten och vid behov besluta om korrigerande åtgärder. Resultatet av allt detta framgår av fondernas långsiktiga avkastning.

Simuleringen avser ett stort antal alternativa placeringsstrategier som, med varierande grad av sannolikhet, stod till buds vid halvårsskiftet 2001. Jämförelsen förutsätter att de alternativa strategierna har avgränsats på rätt sätt. Med denna förutsättning jämförs AP-fondernas avkastning med 33 975 alternativa portföljer som har behållits oförändrade under hela jämförelseperioden genom månatlig ombalansering (eftersom avkastningen varierar över tillgångarna i varje sådan portfölj riskerar portföljens sammansättning annars att förändras över tid). De alternativa portföljerna antas även vara passivt förvaltade genom att värdetillväxten knyts till respektive marknadsindex. Det innebär bl.a. att ingen portfölj som ingår i jämförelsen har ändrat placeringsinriktning under perioden, t.ex. genom försäljning av aktier vid ett ogynnsamt tillfälle. Eftersom jämförelsenormen inte har påverkats av några misstag i samband med den löpande förvaltningen, kan denna betecknas som i viss mån krävande. Möjligheten att åstadkomma en högre avkastning genom goda allokeringsbeslut, t.ex. ytterligare köp av aktier under 2002 utöver vad som krävs för att upprätthålla portföljstrukturen, har inte heller beaktats. De simulerade portföljerna innehåller inga onoterade aktier på grund av bristen på objektiva marknadsindex. Andelen fastigheter har hållits konstant vid tre procent av fondkapitalet och räknats upp med den verkliga avkastningen för AP Fastigheter.

Figur 5.1 Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga avkastning jämförd med 33 975 alternativa portföljer.

Skr. 2006/07:130



Källa: Wassum

Spannet från de sämsta till de bästa portföljerna i jämförelsen är knappt 4,4 procentenheter (från 4,36 till 8,74 procent per år). Utan att gå in på alla detaljer som har påverkat de alternativa portföljernas närmare utformning (se bilaga 8 s. 21 f.) har genomsnittet av Första–Fjärde AP-fondernas avkastning under den studerade perioden (6,7 procent per år) överträffat den simulerade avkastningen för genomsnittet av möjliga portföljer med 0,2 procentenheter per år. Tre av fyra AP-fonder har överträffat medelavkastningen under denna tid, vilket bekräftar annan tillgänglig information om att fondernas långsiktiga avkastning hittills varit konkurrenskraftig. Första, Andra och Tredje AP-fondernas avkastning överträffade medelportföljen med 0,1, 0,9 respektive 0,5 procent per år och passerade därmed huvuddelen av alla portföljer i jämförelsen (55, 86 respektive 72 procent av alla rangordnade portföljer, jfr den streckade kurvan i figur 5.1 som beskriver kumulativa procenttal). Fjärde AP-fondens avkastning (5,8 procent per år) nådde däremot inte upp till medelportföljens avkastning under den studerade perioden och överträffade endast cirka 20 procent av alla simulerade portföljer. Det bör dock observeras att jämförelsen är indikativ till sin natur, varför långtgående slutsatser inte kan dras enbart på denna grund. Det har inte heller fastslagits vad som skall anses utgöra en tillräckligt lång period för utvärdering av styrelsernas strategiska beslut. Perioden bör dock vara kortare än fondernas placeringshorisont eftersom en utvärdering annars riskerar att bli meningslös (i efterhand är det för sent att vidta korrigerande åtgärder).

Jämförelsen är ett sätt att motverka bristen på naturliga jämförelsenormer. Det har visat sig vara svårt att hitta pensionsfonder med ett liknande mandat som kan läggas till grund för en direkt jämförelse. För svenska livbolag gäller t.ex. ett krav att leverera en garanterad avkastning som innebär att risknivån i livbolagens portföljer måste vara lägre än vad som är möjligt för AP-fondernas del, vilket försämrar jämförbarheten. Den simulerade jämförelsen tar inte direkt hänsyn till risk, vilket är en brist i analysen. Jämförelsen utgår emellertid från AP-fondernas placeringsregler som sätter ramarna för den närmare utformningen av de 33 975 alternativa portföljerna. Vart och ett av de

avkastningstal som är relevanta vid jämförelsen med AP-fonderna motsvaras dessutom av 150–350 portföljer (jfr den lodräta axeln i figur 5.1), vilket ökar sannolikheten för att det bland dessa återfinns portföljer som har en risknivå som möjliggör jämförelse. Det är däremot mindre säkert att rättvisande jämförelser kan göras med de allra bästa och allra sämsta portföljerna i figur 5.1, eftersom risken i dessa fall kan vara alltför hög eller alltför låg (varje avkastningstal representeras i dessa fall av endast några tiotal portföljer). Slutsatsen att AP-fonderna som grupp hittills utvecklats bättre än medianportföljen, och att tre AP-fonder ligger över denna nivå, är emellertid inte beroende av jämförelser med extrema utfall. Det är däremot inte säkerställt att exempelvis skillnaden i avkastning mellan Andra och Tredje AP-fonderna kompenserar för skillnader i risk (Andra AP-fonden utmärks av en högre risk, mätt med standardavvikelse, jämfört med Tredje AP-fonden).

### *Kostnadseffektivitet*

Regeringens utvärdering motiveras av ett behov att balansera styrelsernas långtgående frihet att själva besluta om förhållanden som rör fondernas förvaltning, inklusive deras finansiering, varför även kostnadseffektiviteten ingår som en naturlig del av utvärderingen (bilaga 1).

Som framgått av tidigare avsnitt uppvisar buffertfonderna sammantagna en god långsiktig avkastning som i allt väsentligt har samband med styrelsernas strategiska beslut. En andel av AP-fondernas resurser utnyttjas för att ta fram erforderliga underlag och bereda styrelsernas beslut. I denna del av verksamheten kan kostnaderna kopplas till dokumenterat goda resultat. En annan andel av resurserna tas i anspråk genom fondernas val att genomgående bedriva aktiv förvaltning. Verksamheterna är dock inte ömsesidigt uteslutande.

**Tabell 5.2 Resultatet av Första–Fjärde AP-fondernas aktiva förvaltning 2002–2006 (procentenheter p.a.).**

	2006	2005	2004	2003	2002	Genomsnitt
Första AP-fonden	0,6	1,4	0	-0,2	-0,6	0,2
Andra AP-fonden	0,2	0,2	-0,6	-0,5	-0,3	-0,2
Tredje AP-fonden	-0,2	1,3	0	0	0,4	0,3
Fjärde AP-fonden	-0,5	0	-0,2	-0,3	-1,1	-0,5

Källa: Wassum

Regeringens utvärdering av AP-fonderna har flera år i följd kommenterat relationen mellan kostnader och förvaltningsaktivitet, mätt med s.k. aktiva risker som är ett sammanfattande mått på relationen mellan fondernas avkastning och jämförelseindex under en period. Denna gång granskas i stället utfallet i form av fondernas avkastning före kostnader jämfört med index (s.k. aktiv avkastning). Fonderna kan nu granskas över en full femårsperiod som exkluderar 2001, det första året efter reformen som påverkades av fondernas anpassning till nya placeringsregler, vilket tidigare ansetts försvåra rättvisande jämförelser. Eftersom fem år är den sedan länge kommunicerade normen för utvärdering av AP-fondernas operativa förvaltning har det blivit möjligt att byta perspektiv, från förväntade till faktiska resultat.

Som framgår av tabell 5.2 kan sex tillfällen identifieras (av totalt 20) som innebär att en fond har överträffat jämförelseindex under ett år, varav fyra observationer (20 procent av samtliga) ligger i linje med eller överstiger styrelsernas mål (mellan 0,4 och 0,7 procentenheter per år). Sådana tillfällen, som innebär att jämförelseindex uppnås eller överträffas med tillräcklig marginal, är nödvändiga för att målen för den operativa förvaltningens skall kunna uppnås. Resultaten under 2005 avviker från mönstret genom att alla fonder uppnådde eller överträffade jämförelseindex under detta år, varav två med den största marginal som hittills observerats (även Sjunde AP-fondens aktiva förvaltning uppvisade påtagligt goda resultat under detta år). Det är alltså oklart om resultaten under 2005 berodde på gynnsamma marknadsförutsättningar detta år eller på omständigheter som var interna för fonderna och som därför kan läggas till grund för en prognos om framtida resultat av aktiv förvaltning.

Det långsiktiga utfallet visar att ingen fond har uppnått styrelsens operativa mål under perioden 2002–2006 och att genomsnittet ligger nära noll före kostnader (tabell 5.1 avser en något längre period genom att även inkludera andra halvåret 2001). Wassum uppskattar att måluppfyllelse under femårsperioden skulle motsvara en extra intäkt för pensionssystemet på cirka 14 miljarder kronor före kostnader, vilket avviker påtagligt från det samlade utfallet.

Som framgår av skrivelsen 2004/05:130 arbetade den föregående regeringen med att se över samtliga kostnader som belastar pensionssystemet och därmed pensionerna. Det innefattade även buffertfondernas förvaltning, t.ex. möjligheten att förbättra AP-fondernas kostnadseffektivitet. Regeringen kommer även i fortsättningen att uppmärksamma dessa frågor, bl.a. mot bakgrund av att inte någon av Första–Fjärde AP-fonderna har uppnått styrelsens operativa mål under perioden 2002–2006 och således haft problem med måluppfyllelsen.

### *Förvaltningsstruktur*

Som framgår av regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna (bilaga 1) är det angeläget att en utvärdering av fondernas kostnader inkluderar en prövning av fondernas val av förvaltningsmodeller och att en granskning av kostnadseffektivitet baseras på antaganden om förväntad avkastning som är rimligt kvalitetssäkrade.

**Tabell 5.3 AP-fondernas förvaltningsstruktur 2006 (procent).**

	AP1	AP2	AP3	AP4	AP6	AP7
Andel intern	66	83	60	83	31	18
Andel aktiv*	98	93	75	100	-	43

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

AP-fondernas val av förvaltningsstruktur avviker från varandra i betydande grad (tabell 5.3). Andra och Fjärde AP-fonderna utmärks av den högsta andelen intern förvaltning och, tillsammans med Första AP-fonden, den högsta andelen aktiv förvaltning medan Sjätte och Sjunde AP-fonderna avviker genom att lita till intern förvaltning i betydligt mindre utsträckning. Sjunde AP-fonden har även en klart

mindre andel aktiv förvaltning än Första–Fjärde AP-fonderna. Sjätte AP-fonden förvaltar onoterade aktier varför valet mellan aktiv och passiv förvaltning förlorar relevans (det finns inget index och därmed ingen möjlighet att bedriva passiv förvaltning av onoterade aktier).

Andelen aktiv förvaltning har tenderat att öka över tiden. Beträffande Fjärde AP-fonden kan möjligen tilläggas att andelen aktiv förvaltning har legat på en stadigvarande hög nivå. Av Wassums redogörelse av hur styrelsernas strategiska beslut har utvecklats över tiden (bilaga 8) framgår att motiven för val av aktiv förvaltning inte alltid framstår som tydliga. Som exempel på att tydliga motiv ändå förekommer fastställde Sjunde AP-fondens styrelse i april 2001 en fördelning mellan aktiv och passiv förvaltning för olika regioner som baserades på en studie av marknadernas effektivitet inom respektive region. Tredje AP-fonden utvecklade 2003 en metodik för valet mellan aktiv och passiv förvaltning som tog sikte på marknadernas funktion med hjälp av variabler som analytikertäckning, förekomsten av professionella aktörer, historiska förvaltningsresultat, marknadernas bredd i termer av näringsstruktur och antal möjliga oberoende positioner, möjligheter till blankning samt likviditet och transaktionskostnader. Bedömningar av faktorer som dessa leder fram till en uppskattning av möjliga informationskvoter (förhållandet mellan aktiv avkastning och aktiv risk), på vilken grund beslut kunde fattas om marknaden eller segmentet i fråga skall förvaltas passivt eller aktivt.

Frånvaron av en tydlig metodik enligt ovan kan bero på att styrelsen i fråga har delegerat avgörandet till den operativa ledningen. I sådana fall är det desto mer angeläget att det sker en adekvat uppföljning av förvaltningsresultaten så att korrigerande åtgärder kan vidtas när tillräcklig tid har förflutit.

Det är värt att notera att det inte är ett mål i sig att fonderna skall bedriva aktiv förvaltning. Om styrelserna beslutar om aktiv förvaltning bör det krävas att resultatet av denna verksamhet över tiden kan förväntas överstiga de merkostnader som blir resultatet, med en marginal som minst motsvarar en adekvat riskpremie. I den mån passiv förvaltning är ett alternativ är det knappast lämpligt att utsätta pensionssystemets fonderade kapital för ytterligare risk utan att detta med en viss sannolikhet kan förväntas bli kompenserat av en riskpremie. För att detta skall ske krävs att valda förvaltare uppvisar en tillräcklig grad av skicklighet och att de ges utrymme att demonstrera denna förmåga. AP-fonderna, liksom andra institutionella förvaltare, har anledning att göra en kritisk bedömning – på mandatnivå – om det finns förutsättningar att överträffa marknadernas genomsnitt, dvs. index, och om den interna organisationen kan anförtros uppdraget eller om detta bör upphandlas externt. En sådan bedömning bör inkludera angivandet av specifika skäl som utgör grund för bedömningen att överavkastning är sannolik i det enskilda fallet. Finns det inte goda sådana skäl bör förvaltningsuppdraget i fråga skötas på det mest kostnadseffektiva sättet, dvs. passivt.

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

Första AP-fonden har under 2006 deltagit vid så gott som samtliga bolagsstämmor i svenska bolag där fonden är aktieägare (38 ordinarie och sex extra bolagsstämmor). Inför bolagsstämposäsongen 2006 var fonden representerad i tre valberedningar. Inför 2007 års bolagsstämmor är fonden representerad i två valberedningar. Fonden har fört diskussioner med styrelsens ordförande i knappt hälften av de svenska bolag där fonden är aktieägare. Samtalen berörde bl.a. föreslagna incitamentsprogram. I tre fall har fonden röstat emot styrelsens förslag – Tele 2, Securitas och Swedish Match. I fråga om Securitas handlade förslaget om att behålla uppdelningen i A- och B-aktier för dotterbolag som skulle delas ut till aktieägarna. De två andra förslagen avsåg, eller var föranledda av, incitamentsprogram..

Andra AP-fonden har under 2006 röstat på 50 bolagsstämmor i svenska börsbolag. Fonden har, i likhet med Första AP-fonden och av samma skäl, röstat emot styrelsens förslag på bolagsstämmorna för Tele 2, Securitas och Swedish Match. Inför bolagsstämposäsongen 2006 var Andra AP-fonden representerad i 16 valberedningar. Fonden har under de senaste åren röstat genom fullmakt på 50 bolagsstämmor i utländska bolag. Under 2006 gjordes emellertid ett uppehåll för att kvalitetssäkra underlaget för utövandet av rösträtten i dessa bolag. Andra AP-fonden har på ett systematiskt sätt integrerat ägarfrågor i förvaltningsprocessen, vilket är ett sätt att ge verksamheten en stabil grund i organisationen.

Tredje AP-fonden har under året deltagit genom eget ombud vid 26 bolagsstämmor samt röstat genom externt ombud vid ytterligare 49 bolagsstämmor. I 35 bolag hade fonden någon form av kontakt med styrelsen eller övriga ägare. Fonden har under året bl.a. drivit frågor om aktierelaterade incitamentsprogram och organiserad fullmaktsomröstning i svenska bolag. Tredje AP-fonden har även kompletterat fondens ägarpolicy med en global policy som avser fondens utländska innehav. Inför bolagsstämposäsongen 2006 var Tredje AP-fonden representerad i fem valberedningar. Genom en ändrad förvaltningsinriktning har ägandet i svenska börsbolag minskat under året, varför fonden mer sällan väntas ingå bland de största ägarna som får plats i bolagens valberedningar. Inför 2007 års bolagsstämmor har Tredje AP-fonden ett sådant uppdrag.

Fjärde AP-fonden har under året varit företräd vid 45 bolagsstämmor, inklusive extrastämmor. Fonden utövar inflytande bl.a. genom att vara företräd i ett stort antal valberedningar – 19 valberedningar inför bolagsstämposäsongen 2006 och 27 valberedningar inför 2007 års

bolagsstämmor, varav fem som ordförande. Enligt Fjärde AP-fonden har valberedningarna fått en tydligare och tyngre roll än tidigare genom den svenska koden för bolagsstyrning. Fjärde AP-fonden accepterar även att fondens tjänstemän i begränsad utsträckning tar på sig uppdrag som ledamot i styrelsen för börsnoterade bolag, en praxis som har tillämpats under ett antal år.

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

Utöver kravet att formulera en ägarpolicy skall fonderna även ta hänsyn till miljö och etik utan att göra avkall på det övergripande målet om hög långsiktig avkastning (prop. 1999/2000:46 s. 76). Fondernas riktlinjer för miljö och etik ansluter nära till ägarpolicy och utgör i vissa fall en integrerad del av denna.

Under 2006 genomförde Första–Fjärde AP-fonderna en gemensam upphandling av analystjänster och rådgivning för genomförandet av fondernas riktlinjer för miljö och etik och valde på den grunden en gemensam leverantör. Det innebär att fondernas portföljer kommer att genomlysas på likartat sätt i syfte att identifiera bolag som bryter mot internationella konventioner som Sverige har undertecknat. På den grunden har Första–Fjärde AP-fonderna beslutat att samordna arbetet med miljö- och etikfrågor när det gäller utländska bolag och att för detta ändamål bilda ett gemensamt råd med deltagande av alla fyra fonder (Etikrådet). Genom samverkan kan AP-fonderna förväntas få större inflytande i förhållande till utländska bolag där de, tagna var och en för sig, kan uppfattas som mindre betydande ägare. Ett motsvarande behov av samverkan har inte ansetts föreligga när det gäller svenska bolag.

Första, Andra och Tredje AP-fonderna har undertecknat och därmed anslutit sig till FN:s principer för ansvarsfulla investeringar (*Principles for Responsible Investment*) som bl.a. innebär att fonderna skall integrera miljömässiga, sociala och styrningsfrågor (*environmental, social and governance, ESG*) i analys, investeringsprocess och bolagsstyrning.

Finansutskottet uttalade vid behandlingen av regeringens skrivelse för 2003 att regeringen, vid sidan av den sedvanliga utvärderingen av fondernas förvaltningsresultat, även skall utvärdera fondernas riktlinjer för miljö och etik (bet. 2004/05:FiU6 s. 18). I skrivelsen för 2001–2005 förutskickades en kommande utvärdering av fondernas riktlinjer för miljö och etik som skall ha formen av en offentlig utredning (skr. 2005/06:210 s. 53), vilket finansutskottet noterade i den följande riksdagsbehandlingen (bet. 2006/07:FiU6 s. 9). Beredningen av kommittédirektiven har försenats men fortsätter med syfte att få till stånd den utlovade utredningen inom rimlig tid.



### Faktaruta 5.1 Risk- och avkastningsmått

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

Ofta redovisas den *riskjusterade avkastningen*. Ett vanligt mått på riskjusterad avkastning är *Sharpekvoten* som är avkastning utöver den s.k. riskfria räntan dividerad med avkastningens standardavvikelse.<sup>22</sup> Man kan alternativt uttrycka det som att Sharpekvoten mäter erhållen riskpremie per enhet standardavvikelse. Ett alternativt mått på riskjusterad avkastning är *alfa* (ibland *Jensen's alfa*). Detta mått uppskattas med hjälp av statistiska metoder, i likhet med beta, och beskriver den andel av portföljens avkastning som uppkommit oberoende av förändringarna i jämförelseindex under den studerade perioden.

Ett riskmått som är viktigt för förvaltare är *aktiv risk*. Den aktiva risken visar i hur hög grad en förvaltare avviker från jämförelseindex. Den aktiva risken mäts med *tracking error* som i princip är standardavvikelsen avseende förvaltarens överavkastning i förhållande till jämförelseindex. Ett mått på riskjusterad avkastning som utgår från graden av avvikelse från jämförelseindex är *informationskvoten* som jämför överavkastning (s.k. aktiv avkastning) i förhållande till jämförelseindex med aktiv risk mätt med tracking error.<sup>23</sup> Därmed uttrycker informationskvoten förhållandet mellan aktiv avkastning och aktiv risk.

Avkastningen på det totala fondkapitalet beräknas som en *kapitalvägd avkastning* i form av en *internränta*.<sup>24</sup> Därmed beaktas inte bara ingående och utgående fondkapital utan också effekterna av alla flöden till och från den aggregerade buffertfonden. Dessa flöden, som i normalfallet består av inbetalning av pensionsavgifter, utbetalning av pensioner samt administrationskostnader, administreras av Försäkringskassan. Den kapitalvägda avkastningen ger ett korrekt uttryck för den procentuella avkastning som kommit pensionssystemet till del, justerad för flödeseffekter, och kan därför jämföras med inflationen eller med andra förvaltares resultat. Alternativet är att beräkna en *tidsvägd avkastning*, som bortser från konsekvenserna av flöden. Den tidsvägda avkastningen mäter den hypotetiska avkastning som skulle ha blivit resultatet om det inte förekommit några flöden alls. Detta senare mått anses vara relevant vid utvärdering av fondförvaltare, eftersom dessa inte rör över andelsägarnas beslut att köpa och sälja fondandelar. AP-

<sup>22</sup> Sharpekvot = (avkastning – riskfri ränta)/standardavvikelse.

<sup>23</sup> Informationskvot = överavkastning/aktiv risk.

<sup>24</sup> Internräntan är den diskonteringsränta som likställer nuvärdet av en portföljs alla kassaflöden, inklusive slutvärdet, med portföljens startvärde.

fonderna rapporterar en tidsvägd avkastning, eftersom de inte har inflytande över flödet av pensionsavgifter och pensionsbetalningar.

Skr. 2006/07:130

## 5.2.1 Första AP-fondens förvaltning

### 5.2.1.1 Strategiska beslut

**Regeringens bedömning:** Första AP-fondens långsiktiga avkastning kan bedömas vara konkurrenskraftig, vilket stöder annan information om att styrelsens val av strategi hittills har fungerat väl.

**Regeringens skrivelse för 2001–2005:** Att döma av hittillsvarande resultat förefaller Första AP-fondens styrelses val av strategi ha varit väl utformad från start.

**Wassums utvärdering:** Första AP-fondens övergripande mål är att genom långsiktigt hög avkastning undvika större effekter av den automatiska balanseringen. Under de senaste två åren (2005–2006) har fonden uttryckt att en nominell avkastning mellan 5,1 och 6,1 procent per år krävs för att uppfylla fondens långsiktiga mål.

Vid slutet av 2006 utgjordes investeringsstrategin av 57 procent aktier, 40 procent obligationer och 3 procent alternativa investeringar. Samma investeringsstrategi har med vissa undantag gällt sedan halvårsskiftet 2001. Sedan april 2004 har de globala aktierna kompletterats med en andel amerikanska småbolag (1,6 procent av fondkapitalet). Vid halvårsskiftet 2006 omfördelades sex procent av obligationsportföljen till amerikanska och europeiska realränteobligationer samtidigt som fondens positioner i japanska nominella obligationer avvecklades och exponeringen mot tillväxtmarknader omfördelades från passiv till aktiv förvaltning. I november 2006 sänktes riktmärket för valutaexponering från 20 till 16 procent av fondkapitalet. I december 2006 beslutade styrelsen att återgå till en tidigare treårsplan för investeringar i riskkapitalfonder som innebär att fonden maximalt skall omfördela tio miljarder kronor till sådana investeringar fram t.o.m. 2009. Planen fördröjdes på grund av oklarheter om redovisningspraxis och eventuella kommande krav gällande fondens kostnader.

Enligt målet för den operativa förvaltningen av fondens likvida portfölj skall jämförelseindex överträffas med 0,5 procentenheter per år över rullande femårsperioder genom en aktiv risk som maximalt får uppgå till tre procent för den totala portföljen. Numer förväntar sig styrelsen att den aktiva risken skall ligga i intervallet 0,8–1,0 procent på årsbasis.

Fondens ursprungliga strategi, med 57 procent aktier, 38 procent obligationer, 3 procent fastigheter och 2 procent kassa, skulle ha genererat ett resultat på 59,8 miljarder kronor vid utgången av 2006, om denna strategi hade behållits i oförändrad form. I stället var det ackumulerade resultatet 60,3 miljarder kronor, dvs. 0,5 miljarder kronor mer. Detta beror i huvudsak på bidrag från den aktiva förvaltningen efter kostnader. Effekter av strategiändringar och övriga resultateffekter, vilka i sin tur har samband med avkastningen på fastigheter, har bidragit negativt.

Första AP-fondens avkastning sedan halvårsskiftet 2001 (6,6 procent per år), som till övervägande del beror på fondens val av strategisk portfölj, överträffar medianen av 33 975 simulerade portföljer med 0,1 procentenheter per år.

**Skälen för regeringens bedömning:** Första AP-fonden bedömer att en långsiktig avkastning i intervallet 5,1–6,1 procent per år är förenlig med fondens strategiska mål att undvika större konsekvenser av pensionssystemets automatiska balansering. Målet för avkastning har formulerats i nominella termer. Med antagande om att inflationen långsiktigt motsvarar Riksbankens mål, dvs. två procent per år, blir målet för real avkastning 3,1–4,1 procent per år. Fondens långsiktiga reala avkastning på 3,7 procent per år 2001–2006 ligger därmed inom ramen för långsiktig måluppfyllelse. För den operativa förvaltningen gäller målet att avkastningen skall överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år över rullande femårsperioder.

Första AP-fondens strategiska portfölj utmärktes redan på ett tidigt stadium av en relativt sett mindre andel (12 procent) svenska aktier och en förhållandevis stor andel (5 procent) aktier från tillväxtmarknader (*emerging markets*). Inför 2006 minskades fondens strategiska valutaexponering från 20 till 16 procent av fondkapitalet (tabell 5.4).

**Tabell 5.4 Första AP-fondens normalportfölj vid utgången av respektive år (portföljandelar i procent).**

	2006	2005	Index
Svenska aktier	12	12	MSCI
Globala aktier	40	40	MSCI
Tillväxtmarknadsaktier	5	5	MSCI
Obligationer	40	40	Lehman Brothers, SHB
Alternativa investeringar			Carnegie Real Estate
Riskkapitalfonder	3	3	MSCI World + 4 %-enheter
Summa	100	100	Sammanvägt index
Valutaexponering	16	20	

Fondens ackumulerade resultat sedan halvårsskiftet 2001 uppgick vid utgången av 2006 till 60,3 miljarder kronor. Av detta bidrog den initialt utformade strategin med 59,8 miljarder kronor före kostnader, dvs. nästan hela resultatet (99 procent). Bidraget från fondens ursprungliga strategi står sig dessutom väl jämfört med övriga fonder (tabell 5.1), vilket talar för att denna var väl utformad från start. Den förhållandevis mindre andelen svenska aktier, som har utvecklats mycket väl under perioden, förefaller ha kompenseras av fondens exponering mot tillväxtmarknader.

En jämförelse av AP-fondernas långsiktiga avkastning med 33 975 simulerade portföljer, vars avkastning representerar hypotetiska konkurrenter med placeringsstrategier som fonderna alternativt kunde ha valt, visar att Första AP-fondens totala avkastning överträffade medelportföljen med 0,1 procentenhet per år under den studerade perioden och att fondens avkastning därmed överträffade mer än hälften (55 procent) av alla rangordnade portföljer (figur 5.1). Eftersom den studerade perioden alltjämt är förhållandevis kort jämfört med fondernas långa placeringshorisont, kan några säkra slutsatser ännu inte dras om Första AP-fondens strategiska inriktning. Jämförelsen indikerar dock att fondens långsiktiga avkastning hittills varit konkurrenskraftig.

Styrelsen beslutade tidigt att svenska aktier, valutor och nästan hela obligationsportföljen skulle förvaltas internt och aktivt, medan utländska

aktier, inklusive tillväxtmarknader skulle förvaltas passivt. Vid utgången av 2006 förvaltades 98 procent av fondkapitalet aktivt eller semiaktivt, medan 66 procent av fondkapitalet förvaltades internt (tabell 5.2). Andelen aktiv förvaltning ökade under året genom en förändring av aktiemandaten i tillväxtmarknaderna från passiv till aktiv förvaltning. Resultaten av den valda inriktningen utvärderas i nästa avsnitt.

### 5.2.1.2 Operativ förvaltning

**Regeringens bedömning:** Det långsiktiga resultatet av Första AP-fondens operativa förvaltning är positivt. Målet för verksamheten har ännu inte uppnåtts. Resultatet under de två senaste åren ligger väl inom ramen för långsiktig måluppfyllelse, varför förutsättningarna för att målet skall uppnås framåt i tiden har förbättrats.

**Regeringens skrivelse för 2001–2005:** Genom ett gott resultat 2005 har de långsiktiga förutsättningarna att uppnå styrelsens mål förbättrats, vilket framför allt gäller under kommande år. Det hittillsvarande långsiktiga resultatet bedöms vara endast svagt positivt efter kostnader.

**Wassums utvärdering:** Avkastningen på likvida tillgångar var 0,6 procentenheter högre än jämförelseindex under 2006. Globala och svenska aktier samt räntebärande tillgångar överträffade sina jämförelseindex under året. Förvaltningen av tillväxtmarknadsaktier har tyvärr inte kunnat upprepa föregående års goda resultat utan har i stället presterat en avkastning som är 1,1 procentenheter sämre än index.

Under de senaste fem åren har fonden överträffat index med 0,2 procentenheter per år i genomsnitt. Detta är lägre än den operativa målsättning om 0,5 procentenheter årlig överavkastning sett över femårsperioder som fonden har formulerat. Fondens långsiktiga överavkastning beror främst på tillgångsfördelning och aktiv valutaförvaltning men också på värdepappersval inom svenska och globala aktier.

**Skälen för regeringens bedömning:** Första AP-fonden har för andra året i följd uppnått ett positivt operativt resultat i form av en positiv aktiv avkastning som ligger inom ramen för långsiktig måluppfyllelse. Förutsättningarna för att styrelsens mål skall uppnås framåt i tiden har därmed förbättrats ytterligare. Avkastningen på fondens portfölj av likvida tillgångar uppgick till 7,4 procent per år under den senaste femårsperioden, vilket överträffade fondens jämförelseindex med 0,2 procent per år. Eftersom avkastningen exkluderar kostnader, blir marginalen mindre efter kostnader.

Tabell 5.5 Första AP-fondens resultat 2002–2006 (procent).

	2006		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
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
Tillväxtmarknader	12,5	-1,1	16,0	-0,4	1,7	-0,26
Obligationer	1,3	0,3	5,5	-0,1	0,3	-0,26
<b>Totalt</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>

\*) Avser genomsnittet 2002–2006. Informationskvoten uttrycker relationen mellan relativ avkastning och aktiv risk.

Enligt fondens mål skall avkastningen överstiga jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år över rullande femårsperioder före kostnader. Fonden har därmed inte uppnått det operativa målet under femårsperioden 2002–2006. Det krävs fortsatta resultat i närheten av fondens mål för att det operativa målet skall uppnås under kommande femårsperiod. Åren därefter kan förutsättningarna vara bättre.

Relationen mellan aktiv avkastning och aktiva risker (den s.k. informationskvoten) indikerar god kvalitet i aktieförvaltningen under 2002–2006, till följd av uppnådda resultat under periodens senare del, vilket dock har gett begränsad utdelning genom små aktiva risker (tabell 5.5). Det väsentliga bidraget till fondens långsiktiga överavkastning kommer i stället från taktisk allokering och valutaförvaltning. Det långsiktiga utfallet i förvaltningen av räntebärande tillgångar är negativt men en vändning till det bättre kan skönjas.

## 5.2.2 Andra AP-fondens förvaltning

### 5.2.2.1 Strategiska beslut

**Regeringens bedömning:** Andra AP-fondens långsiktiga avkastning kan bedömas vara mycket konkurrenskraftig, vilket stöder annan information om att styrelsens val av strategi hittills har fungerat väl.

**Regeringens skrivelse för 2001–2005:** Efter en trevande start kan Andra AP-fondens styrelses strategiska beslut bedömas ha bidragit med betydande värden sedan halvårsskiftet 2001.

**Wassums utvärdering:** Andra AP-fondens övergripande mål är att maximera avkastningen i syfte att över tiden minimera konsekvenserna för framtida pensioner av den automatiska balanseringen. Fonden har angett ett reall avkastningsmål som ursprungligen uppgick till 4,25 procent per år och under de två senaste åren har höjts 4,5 procent per år. Från och med 2007 höjdes målet ytterligare till 5,0 procent per år, genom att målet för aktiv avkastning lades till det strategiska målet.

Vid slutet av 2006 utgjordes investeringsstrategin av 60 procent aktier, 36 procent obligationer och fyra procent fastigheter och riskkapitalfonder. På ett övergripande plan har strategin varit oförändrad sedan halvårsskiftet 2001. De förändringar som skett sedan dess har främst berört allokeringen inom respektive tillgångsklass. En framträdande sådan förändring är uppdelningen av svenska aktier i tre olika mandat, varav 70 procent fördelades till stora bolag (kapitalvägt), 10 procent till små bolag (kapitalvägt) och 20 procent till ett ovägt index där bolagen i en passiv position vägde lika mycket. Den sistnämnda förändringen var ett sätt att minska fondens exponering mot företagsspecifik risk och att samtidigt uppmuntra ett absolut avkastningstänkande. En annan sådan förändring är fördelningen av globala aktier i fyra geografiska regioner, i linje med respektive regions andel av global BNP. Fonden valde i det sammanhanget en lägre portföljandel i USA och större portföljandelar i Europa och Japan, jämfört med en sedvanlig fördelning baserad på börsernas marknadsvärde. Dessa förändringar beslutades under 2002.

Under 2005 diskuterades flera olika tillgångsslag i syfte att höja portföljens förväntade avkastning. Som en följd av det ökades andelen aktier från tillväxtmarknader från 3 till 5 procent. I december 2005 beslutades att 15 procent av fondens nordamerikanska aktieportfölj skulle förvaltas med utgångspunkt i ett s.k. fundamentalt index som baseras på bolagens fundamentala värde snarare än marknadsvärde. Ett år senare beslutades att fundamental indexering även skulle tillämpas på den svenska aktieportföljen.

I slutet av 2006 påbörjades arbetet att dela upp organisationen i fyra oberoende grupper: svensk alfaförvaltning, global alfaförvaltning, kvantitativ förvaltning och extern förvaltning. Detta syftade till att tydliggöra de olika förutsättningar som gäller för alfa- och betaförvaltning. Dessa begrepp kompletterar en tidigare uppdelning i kärnmandat och satellitmandat, där aktiva risker koncentreras till de senare. När det gäller globala aktier är fondens filosofi att ta höga aktiva risker i breda mandat som möjliggör många oberoende positioner.

Enligt styrelsens operativa mål skall avkastningen överstiga jämförelseindex med minst 0,5 procentenheter per år över rullande femårsperioder.

Fondens ursprungliga strategi hade genererat ett resultat på 59,4 miljarder kronor vid utgången av 2006, om denna strategi hade behållits i oförändrad form. I stället var det ackumulerade resultatet 69,4 miljarder kronor, dvs. 10 miljarder kronor mer. Detta beror i huvudsak på effekter av strategiförändringar (6,4 miljarder kronor) och en övrig resultateffekt (3,9 miljarder kronor) som sammanhänger med avkastningen på fondens fastigheter jämfört med fondens mål. Bidraget från aktiv förvaltning (1,0 miljard kronor) understiger fondens ackumulerade kostnader (1,3 miljarder kronor).

Andra AP-fondens avkastning sedan halvårsskiftet 2001 (7,4 procent per år) överstiger medianen av 33 975 simulerade portföljer (6,5 procent per år) med bred marginal. Detta placerar Andra AP-fonden bland de bästa 15 procenten av alla portföljer.

**Skälen för regeringens bedömning:** Andra AP-fonden har bedömt att en långsiktig real avkastning på 4,5 procent per år är förenlig med fondens strategiska mål att minimera konsekvenserna för framtida pensioner av pensionssystemets automatiska balansering. Detta mål är dessutom formulerat för ett demografiskt riskscenario genom att bygga på Försäkringskassans s.k. pessimistiska alternativ (från pensionssystemets synpunkt). Andra AP-fondens hittillsvarande reala avkastning på 4,6 procent per år ligger inom ramen för långsiktig måluppfyllelse. För den operativa verksamheten har styrelsen formulerat målet att fondens avkastning skall överstiga jämförelseindex med minst 0,5 procentenheter per år över rullande femårsperioder. Inför 2007 har målen kombinerats genom att det operativa målet har lagts till det strategiska målet, vilket innebär att det långsiktiga målet för real avkastning nu är 5,0 procent per år. Detta avser en avkastning efter avdrag för både inflation och kostnader.

Andra AP-fondens strategiska portfölj innehåller en betydande andel svenska tillgångar, inklusive svenska kronor (tabell 5.6). Andra AP-fondens styrelse har definierat ett annorlunda förvaltningsuppdrag för svenska aktier, med påföljd att andelen småbolag är högre än vad som

följer av ett vanligt börsindex som vägs samman med hjälp av bolagens andelar av det samlade börsvärdet. Sedan 2004 har Andra AP-fonden definierat en särskild aktieportfölj av speciella innehav som avser vissa, ej längre namngivna, svenska bolag för vilka fonden anser sig ha goda förutsättningar att utöva bolagsstyrning.

**Tabell 5.6 Andra AP-fondens normalportfölj vid utgången av respektive år (portföljandelar i procent).**

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

\*) 67 procent SBX (Stockholmsbörsens Benchmarkindex), 23 procent OSX (ett eget ovägt index av de 50 största svenska börsföretagen) och 10 procent CSX (Carnegie Small Cap).

\*\*) 15 procent av den nordamerikanska portföljen utvärderas mot ett s.k. fundamentalt index från Research Affiliates (RAFI).

Andra AP-fondens ackumulerade resultat sedan halvårsskiftet 2001 uppgick till 69,4 miljarder kronor vid utgången av 2006, varav styrelsens sammantagna beslut kan bedömas ha bidragit med 69,7 miljarder kronor före kostnader, vilket motsvarar hela överskottet före kostnader. En inte oväsentlig del av detta har tillkommit efter 2001, i form av strategiändringar och s.k. övriga resultateffekter som har samband med fondens betydande fastighetsinnehav (tabell 5.1). De betydande tillkommande resultateffekterna efter halvårsskiftet 2001 beror delvis, men inte helt, på att Andra AP-fonden byggde upp verksamheten från grunden och att strategin därför inte var fullt utmejslad vid halvårsskiftet 2001. Separata beslut som har bidragit till den goda utvecklingen är en innovativ utformning av den svenska aktieportföljen, med en förhållandevis hög andel småbolag, fördelningen av fondens utländska aktieportfölj och en låg valutarisk. Det ackumulerade bidraget från styrelsens fortlöpande förändringar av strategin uppgick vid årsskiftet till 6,4 miljarder kronor, vilket var 1,3 miljarder kronor mer än vid föregående årsskifte. Det förändrade beloppet är ett resultat av ny marknadsvärdering av alla tidigare förändringar av fondens strategi. Bidragen från styrelsens fortlöpande förändringar av strategin och fondens operativa förvaltning kan sammantaget betecknas som ett väsentligt bidrag till pensionssystemet, även med beaktande av den studerade periodens längd.

En jämförelse av AP-fondernas långsiktiga avkastning med 33 975 simulerade portföljer, vars avkastning representerar hypotetiska konkurrenter med placeringsstrategier som fonderna alternativt kunde ha valt, visar att Andra AP-fondens totala avkastning överträffade medelportföljen med 0,9 procentenheter per år under den studerade perioden och att fondens avkastning därmed överträffade en stor majoritet (86 procent) av alla rangordnade portföljer (figur 5.1). Eftersom den studerade perioden alltjämt är förhållandevis kort jämfört med fondernas långa placeringshorisont kan några säkra slutsatser ännu inte dras om Andra AP-fondens strategiska placeringsinriktning. Jämförelsen

indikerar dock att fondens långsiktiga avkastning hittills varit mycket konkurrenskraftig. Skr. 2006/07:130

Andra AP-fonden har under senare år utökat andelen intern förvaltning. Med fondens kvantitativt inriktade förvaltning som grund förvaltas en växande andel av fondens systematiska marknadsrisk (betaförvaltning) internt till låg risk. Andra AP-fonden syftar till att koncentrera fondens aktiva förvaltning av globala aktier till breda mandat som möjliggör ett stort antal oberoende positioner, vilket ökar sannolikheten för att den skicklighet som förvaltaren eventuellt besitter skall komma till konkret uttryck i en positiv aktiv avkastning. Förvaltningen av svenska aktier är spridd på ett stort antal mandat, med uppdrag som delvis skiljer sig från varandra. Resultatet av den valda inriktningen utvärderas i nästa avsnitt.

### 5.2.2.2 Operativ förvaltning

**Regeringens bedömning:** Resultatet av Andra AP-fondens operativa förvaltning under femårsperioden 2002–2006 är negativt, varför mycket goda resultat måste skapas under kommande år för att målet för verksamheten skall nås.

**Regeringens skrivelse för 2001–2005:** Andra AP-fondens avkastning sedan halvårsskiftet 2001 överstiger jämförelseindex med en obetydlig marginal efter kostnader. Mycket goda resultat måste skapas framöver för att styrelsens mål skall uppnås.

**Wassums utvärdering:** Avkastningen på fondens likvida tillgångar var något högre än jämförelseindex 2006 (0,2 procentenheter). Mycket goda resultat i förhållande till index har under året noterats för globala aktier, som har presterat en avkastning som överstiger index med 2,5 procentenheter. Även förvaltningen av svenska aktier har överträffat index medan det omvända gäller för den sammanlagda förvaltningen av obligationer.

Under den senaste femårsperioden har den likvida portföljen haft en aktiv avkastning som uppgår till -0,2 procentenheter per år i genomsnitt. Portföljens underavkastning härstammar från perioden 2002–2004 då avkastningen understeg index med 0,5 procentenheter per år. Under de senaste två åren har avkastningen emellertid varit 0,2 procentenheter högre än jämförelseindex per år.

Underavkastningen under femårsperioden beror på avvikelser från den strategiska tillgångsfördelningen (taktisk allokering) och på negativa förvaltningsresultat inom den svenska aktieportföljen respektive obligationsportföljen, medan förvaltningen av globala aktier har bidragit positivt.

**Skälen för regeringens bedömning:** Andra AP-fonden har överträffat jämförelseindex med 0,2 procent före kostnader under de två senaste åren, vilket inte räcker för att kompensera negativa utfall under de närmast föregående åren. Resultatet av fondens operativa förvaltning under femårsperioden 2002–2006 är därför negativt. Mycket goda resultat måste skapas under kommande år för att kompensera tidigare negativa avvikelser och sedan uppnå målet.



Andra AP-fonden uppnådde mycket goda resultat i aktieförvaltningen under 2006, särskilt förvaltningen av globala aktier. Detta motverkades av negativa bidrag från taktisk allokering som i detta fall kan knytas till externa förvaltare. Resultaten skall dock utvärderas i ett längre perspektiv.

**Tabell 5.7 Andra AP-fondens resultat 2002–2006 (procent).**

	2006		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
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
Obligationer	0,6	-0,2	5,3	-0,1	0,3	-0,38
<b>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>

\*) Avser genomsnittet 2002–2006. Informationskvoten uttrycker relationen mellan överavkastning och aktiv risk.

Avkastningen under femårsperioden 2002–2006 uppgick till 8,0 procent per år, vilket understeg jämförelseindex med 0,2 procentenheter årligen (tabell 5.7). Det senare beror på långsiktigt negativa bidrag från förvaltningen av svenska aktier och taktisk allokering, som dominerar över ett positivt bidrag från den globala aktieförvaltningen. Relationen mellan aktiv avkastning och aktiva risker (den s.k. informationskvoten) indikerar att förvaltningen av globala aktier har bedrivits med god genomsnittlig kvalitet, vilket beror på goda resultat under 2005 och 2006. Wassum anmärker att informationskvoten för den svenska aktieportföljen (-0,65) indikerar att den operativa förvaltningen har bedrivits med låg kvalitet. Resultatet är bättre än för ett år sedan, vilket bl.a. hänger samman med en positiv aktiv avkastning för fondens portfölj av ”speciella innehav” som förvaltas med inslag av aktiv bolagsstyrning och möjligen med ett mer långsiktigt perspektiv. En betydande andel av aktiva risker i förvaltningen av svenska aktier har varit koncentrerad till denna del av portföljen. Andra AP-fondens årsredovisning ger en föredömlig rapportering i tabell av resultaten för interna och externa mandat (se bilaga 3). Om det är så att förvaltningen av de speciella innehaven bedrivs med andra utgångspunkter skulle rapporteringen i detta fall förmodligen tjäna på en tydlig redovisning av förvaltningsresultaten.

### 5.2.3 Tredje AP-fondens förvaltning

#### 5.2.3.1 Strategiska beslut

**Regeringens bedömning:** Tredje AP-fondens långsiktiga avkastning kan bedömas vara mycket konkurrenskraftig, vilket stöder annan information om att styrelsens val av strategi hittills har fungerat väl.

**Regeringens skrivelse för 2001–2005:** Tredje AP-fondens styrelses strategiska beslut bedöms ha bidragit med betydande värden sedan halvårsskiftet 2001.

**Wassums utvärdering:** Till grund för fondens övergripande mål ligger analyser av ett flertal av pensionssystemets nyckelvariabler, varav systemets överskott och fondstyrka tidigt definierades som viktiga

styrmått. Därefter introducerades ett nytt riskmått (förväntade förluster av den automatiska balanseringen) för att komplettera analysen av negativa utfall. Från och med 2006 tillämpar fonden ett långsiktigt mål som uppgår till 4 procents real avkastning per år i genomsnitt.

Den övergripande investeringsstrategin utgjordes under 2006 av 54,5 procent aktier, 8,5 procent fastigheter, 29,5 procent nominella obligationer samt 7,5 procent reala obligationer. Fonden har valt att betrakta onoterade aktier som en del av fondens aktieportfölj, med hänvisning till akademiska studier som säger att detta tillgångsslag historiskt har uppvisat en relativt hög korrelation med noterade aktier. Redan 2001 definierades målet att onoterade placeringar inom tre–fem år skulle utgöra fem procent av fondkapitalet.

Med början under 2002 och i växande grad därefter har tillgångsslagens värdering i ett medelfristigt perspektiv påverkat utformningen av fondens strategiska portfölj. Inför 2006 utökades portföljandelarna för Asien och Europa inom aktieportföljen, medan andelen nordamerikanska aktier minskades. Inom ramen för obligationsportföljen återinfördes reala obligationer. Den starka utvecklingen för den svenska aktiemarknaden bedömdes inte kunna fortsätta på ett till tre års sikt, varför andelen svenska aktier reducerades till förmån för globala aktier. Valutaexponeringen sänktes från 15 till 13 procent av fondkapitalet.

Styrelsens mål för aktiv avkastning har varierat över tiden, men generellt varit stigande, från 0,3 procentenheter per år 2001 till 0,6 procentenheter per år 2006.

Under 2003 inleddes ett arbete för att närmare undersöka om förvaltningen av de olika tillgångsslagen och mandaten skulle bedrivas internt eller externt och om förvaltningen skulle bedrivas aktivt eller passivt. Enligt den resulterande metodiken för valet mellan aktiv och passiv förvaltning utgår fonden från analyser som syftar till att identifiera marknader som lämpar sig för aktiv förvaltning utifrån faktorer som analytikertäckning, antal och typ av professionella aktörer, historiska förvaltningsresultat, likviditet och transaktionskostnader. Vidare bedöms marknadens potential i form av antal möjliga investeringsbeslut som är oberoende av varandra, möjligheter till blankning och diversifiering med avseende på industristruktur. Det resulterande valet mellan aktiv och passiv förvaltning utvärderas löpande och ändras då fonden bedömer att förutsättningarna har förändrats.

Fondens ursprungliga strategi hade genererat ett resultat på 55,5 miljarder kronor vid utgången av 2006, om denna strategi hade behållits i oförändrad form. I stället var det ackumulerade resultatet 64,5 miljarder kronor, dvs. 9 miljarder kronor mer. Detta beror främst på effekter av strategiändringar men även på ett summerat resultat av aktiv förvaltning som överstiger fondens kostnader. Övriga resultat-effekter (1,7 miljarder kronor) har samband med fondens investeringar i onoterade bolag.

Tredje AP-fondens avkastning sedan halvårsskiftet 2001 (7,0 procent per år) överstiger medianen av 33 975 simulerade portföljer (6,5 procent per år) med avsevärd marginal. Detta placerar Tredje AP-fonden bland de bästa 28 procenten av alla portföljer.

**Skälen för regeringens bedömning:** Tredje AP-fonden har med början 2006 formulerat ett långsiktigt mål för real avkastning vid 4,0 procent per år. Till utgångspunkt för målet ligger överväganden om buffertfondernas förväntade storlek i förhållande till årliga pensionsutbetalningar, om balanstalets förväntade utveckling och om behovet att begränsa risken för stora bortfall av pensionsbetalningar till följd av pensionssystemets automatiska balansering. Tredje AP-fondens hittillsvarande reala avkastning, som uppgick till 4,2 procent per år 2001–2006, ligger inom ramen för långsiktig måluppfyllelse. Styrelsens mål för den operativa förvaltningen har varierat över tiden, men generellt skärpts över tiden. Från och med 2006 är det operativa målet en genomsnittlig överavkastning med 0,6 procentenheter före kostnader under en treårsperiod.

Tredje AP-fonden utmärks av en något mindre aktieandel än de andra AP-fonderna. Från och med 2006 är även andelen svenska aktier förhållandevis låg, efter att ha sänkts till samma nivå som gäller för Första AP-fonden. Tredje AP-fondens placeringar innehåller ett växande inslag av alternativa placeringar – onoterade aktier, skogsfastigheter och nu även fondplaceringar som ger en exponering mot infrastruktur. Till gruppen alternativa placeringar kan även räknas den nyligen påbörjade uppbyggnaden av en aktieportfölj med inriktning mot små bolag verksamma inom *life science* (läkemedel, bioteknik m.m.) som förvaltas med utgångspunkt i ett absolut avkastningskrav. En motsvarande portfölj med inriktning mot IT, media och telekom (TMT) är under uppbyggnad.

Tabell 5.8 Tredje AP-fondens normalportfölj vid utgången av respektive år (portföljandelar i procent).

	2006	2005	Index
Svenska aktier	12	16	SBX
Utländska aktier	42,5	38,5	FTSE/MSCI
Svenska obligationer	6,1	12,6	Merrill Lynch/SHB Mortgage Bond
Utländska obligationer	23,4	24,4	Merrill Lynch
Realränteobligationer	7,5	0	Merrill Lynch/enstaka lån*
Fastigheter	8,5	8,5	Svenskt Fastighetsindex
Alternativa investeringar			10–15 procent p.a.
Summa	100	100	Sammanvägt index
Valutaexponering	13,0	15,6	

\*) För svenska och franska realränteobligationer utvärderas förvaltningen mot enstaka obligationslån som dessutom utmärks av mycket kort återstående löptid.

Tredje AP-fondens styrelse fäster stort avseende vid framåtblickande bedömningar i samband med strategiska beslut, vilket bör vara till nytta för den långsiktiga förvaltningen av pensionskapitalet. Med denna utgångspunkt har styrelsen bl.a. beslutat att inför 2006 minska andelen svenska aktier genom att omfördela fyra procentenheter av fondkapitalet till den utländska aktieportföljen, primärt Asien och tillväxtmarknader (*emerging markets*). Det har även skett en omfördelning inom den utländska aktieportföljen mot dessa marknader. Styrelsen har dessutom återinfört realränteobligationer i normalportföljen och fortsatt att reducera valutaexponeringen, trots att andelen utländska aktier ökar (tabell 5.8).

Tredje AP-fondens ackumulerade överskott sedan halvårsskiftet 2001 uppgick till 64,5 miljarder kronor vid utgången av 2006. Av detta överskott har styrelsens summerade beslut bidragit med 63,3 miljarder kronor (98 procent), inklusive övriga resultateffekter som bl.a. inkluderar

avkastning på onoterade aktier (tabell 5.1). Det ackumulerade bidraget från styrelsens fortlöpande förändringar av strategin uppgick vid årsskiftet till 6,1 miljarder kronor, vilket var 2,4 miljarder kronor mer än vid föregående årsskifte. Det förändrade beloppet är ett resultat av ny marknadsvärdering av alla tidigare förändringar av fondens strategi. Bidragen från styrelsens fortlöpande förändringar av strategin och fondens operativa förvaltning kan sammantaget betecknas som ett väsentligt bidrag till pensionssystemet, även med beaktande av den studerade periodens längd.

En jämförelse av AP-fondernas långsiktiga avkastning med 33 975 simulerade portföljer, vars avkastning representerar hypotetiska konkurrenter med placeringsstrategier som fonderna alternativt kunde ha valt, visar att Tredje AP-fondens totala avkastning överträffade medelportföljen med 0,5 procentenheter per år under den studerade perioden och att fondens avkastning därmed överträffade en stor majoritet (72 procent) av alla rangordnade portföljer (figur 5.1). Eftersom den studerade perioden alltjämt är förhållandevis kort jämfört med fondernas långa placeringshorisont kan några säkra slutsatser ännu inte dras om Tredje AP-fondens strategiska placeringsinriktning. Jämförelsen indikerar dock att fondens långsiktiga avkastning hittills varit mycket konkurrenskraftig.

Under 2003 lade fonden en mer strukturerad process till grund för valet mellan aktiv och passiv förvaltning. Bedömningen baserades på marknadernas funktion och effektivitet, vilket kan förväntas leda till mer kostnadseffektiva förvaltningsmodeller. Det kan även noteras att Tredje AP-fondens styrelse har formulerat ett ramverk för fondstyrning, vilket svarar mot det av policyn för styrning och utvärdering av AP-fonderna påtalade behovet av en tydlig fördelning av styrande och operativa roller (bilaga 1 s.4). Ett skriftligt ramverk syftar till en tydlig fördelning av roller och ansvar.

### 5.2.3.2 Operativ förvaltning

**Regeringens bedömning:** Det långsiktiga resultatet av Tredje AP-fondens operativa förvaltning är positivt. Målet för verksamheten har ännu inte uppnåtts. Goda resultat måste skapas under kommande år för att målet skall nås.

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

**Wassums utvärdering:** Avkastningen på likvida tillgångar var något lägre än fondens jämförelseindex 2006 (-0,2 procentenheter), främst genom ett negativt resultat i förvaltningen av globala aktier, medan förvaltningen av svenska aktier och utländska nominella obligationer bidrog positivt.

Under den senaste femårsperioden översteg avkastningen på fondens likvida tillgångar jämförelseindex med 0,3 procentenheter per år. Detta beror framför allt på långsiktigt goda resultat i förvaltningen av globala aktier. Avkastningen på globala aktier översteg index med 1,0 procentenhet per år. Ett genomsnitt av fondens operativa mål under femårsperioden 2002–2006 blir 0,48 procentenheter per år. Detta mål har fonden inte uppnått.

**Skälen för regeringens bedömning:** Tredje AP-fonden har överträffat jämförelseindex med i genomsnitt 0,3 procentenheter per år under femårsperioden 2002–2006, vilket är en marginell försämring jämfört med föregående år. Från denna överavkastning skall fondens förvaltningskostnader för den aktiva förvaltningen subtraheras, vilket lämnar en viss överavkastning också efter kostnader. Resultatet understiger dock fondens mål som kan beräknas till 0,48 procentenheter per år under femårsperioden.

Tabell 5.9 Tredje AP-fondens avkastning 2002–2006 (procent).

	2006		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
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 obligationer	1,5	0,0	5,2	0,0	0,4	0,09
Utländska obligationer	1,0	0,2	4,8	0,2	1,2	0,20
Reala obligationer	0,7	0,1			0,3	0,26
Taktisk allokering	-0,1	-0,1				
<b>Total portfölj</b>	<b>17,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>7,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,57</b>

\*) Avser genomsnittet 2002–2006. Informationskvoten uttrycker relationen mellan överavkastning och aktiv risk.

Tredje AP-fondens förvaltning av utländska aktier, vilket inkluderar tidigare resultat av taktisk allokering, bidrar väsentligt till fondens långsiktiga resultat, trots ett negativt utfall 2006. Resultatet var särskilt gott under 2005. Det långsiktiga utfallet, som det framgår av relationen mellan aktiv avkastning och aktiva risker (den s.k. informationskvoten), indikerar att förvaltningen av globala aktier, i kombination med taktisk allokering, har bedrivits med god kvalitet under femårsperioden (tabell 5.9). På liknande sätt utmärks förvaltningen av utländska obligationer av viss konsistens. Med undantag för 2002 har resultaten varit goda, främst under 2004 och 2005. Tredje AP-fondens operativa förvaltning har således inte saknat ljuspunkter. Det gäller emellertid alltså att goda resultat måste skapas fortsättningsvis om styrelsens mål skall uppnås under kommande femårsperioder.

## 5.2.4 Fjärde AP-fondens förvaltning

### 5.2.4.1 Strategiska beslut

**Regeringens bedömning:** Fjärde AP-fondens långsiktiga avkastning har påverkats negativt av förändringar av fondens ursprungliga strategiska portfölj och av strategins genomförande genom valet av förvaltningsstruktur. Även om det är för tidigt att göra en mer definitiv bedömning av fondens strategiska beslut, kan det ifrågasättas om

**Regeringens skrivelse för 2001–2005:** Fjärde AP-fonden har under hela tiden sedan 2001 behållit en hög aktieandel jämfört med Första–Tredje AP-fonderna. Styrelsens ackumulerade bidrag har hittills inte motsvarat den ambition som låg till grund för detta val av strategi. Inte heller beslutet att huvudsakligen lita till intern aktiv förvaltning för att nå fondens mål har gett förväntade resultat.

**Wassums utvärdering:** Fondens övergripande målsättning var inledningsvis att uppnå en långsiktig avkastning som överstiger inkomstindex med minst tre procentenheter per år samt att fonden skall ha en sådan styrka att en buffertfunktion kan upprätthållas efter 40 år. I samband med den ALM-analys som genomfördes 2003 uttrycktes målet i termer av att den förväntade balanseringseffekten bör minimeras. Inför 2007 har fonden formulerat ett mål i termer av avkastning. Enligt detta mål skall den långsiktiga reala avkastningen uppgå till 4,5 procent per år.

Vid slutet av 2006 utgjordes investeringsstrategin av 61 procent aktier, 37 procent nominella obligationer och två procent fastigheter. Inledningsvis var aktieandelen 62,5 procent, dvs. högre, varav 22,5 procent svenska aktier. Under 2001 ingick även reala obligationer med fem procent av fondkapitalet, samtidigt som målet för valutaexponering sattes vid den då maximalt tillåtna nivån (15 procent). Därefter vidtog en följd av justeringar, bl.a. en omfördelning från svenska aktier till globala aktier 2002, en minskning av aktieandelen 2003 för att bereda plats för fastigheter och en ökning av valutarisken fram till 2004 (högst 20 procent). Innehavet av reala obligationer avvecklades 2002 genom en omfördelning till nominella obligationer. Före utgången av 2005 beslutade styrelsen att halvera valutaexponeringen till 10 procent på grund av svenska kronans dåvarande värdering. Kronan stärktes under 2006 och styrelsen beslutade öka valutaexponeringen till 15 procent i december samma år.

Under 2006 inleddes en översyn av Fjärde AP-fondens ALM-studie med förutsättningen att större hänsyn skall tas till marknadernas värdering i ett medelfristigt perspektiv. Studien mynnade bl.a. ut i slutsatsen att fondens aktieandel tills vidare skall ligga kvar vid 61 procent av fondkapitalet.

Målet för den operativa förvaltningen var inledningsvis en avkastning som överstiger jämförelseindex med 1,5 procentenheter under löpande tvåårsperioder, vilket senare justerades till 0,7 procentenheter per år. Inför 2007 har styrelsen fastställt ett något lägre mål, bl.a. av det skälet att fonden hittills inte har lyckats leverera önskvärda resultat. Enligt det nya målet skall fondens avkastning överstiga jämförelseindex med 1,0 procentenhet över löpande tvåårsperioder, varav förvaltningen av svenska och globala aktier skall bidra med 0,7 procentenheter per år vardera och förvaltningen av obligationer skall bidra med 0,4 procentenheter per år.

Fonden avsåg att i första hand utnyttja intern förvaltning. Inför 2001 beslutades att den svenska aktieportföljen, obligationsportföljen och delar av den globala aktieportföljen skulle förvaltas internt. Mot bakgrund av begränsad relevant kompetens vid starttidpunkten

beslutades att en tredjedel av den globala aktieportföljen inledningsvis skulle förvaltas externt (och passivt). Andelen extern förvaltning har därefter utökats och varierat mellan 50 procent (2004) och 42 procent (2006). Den interna förvaltningen hade en i allt väsentligt aktiv inriktning.

Fondens ursprungliga strategi från halvårsskiftet 2001 hade, om den behållits i oförändrad form, genererat ett resultat på 60,0 miljarder kronor vid utgången av 2006, vilket är den högsta siffran i jämförelsen. Förändringar av strategin har bidragit negativt med 3,5 miljarder kronor, varav resultateffekten av att minska andelen svenska aktier under 2002 kan uppskattas till -2,3 miljarder kronor, medan effekten av att eliminera reala obligationer kan uppskattas till -1,6 miljarder kronor. Införandet av fastigheter i fondens strategiska portfölj har bidragit positivt. Den aktiva förvaltningen av fondens likvida portfölj har bidragit negativt med 2,7 miljarder kronor. Fondens ackumulerade kostnader uppgår till 1,1 miljarder kronor. Summan av förändringar sedan halvårsskiftet 2001 medför att det samlade resultatet understiger det hypotetiska värdet av att behålla den initiala portföljen oförändrad med 7,5 miljarder kronor. Det slutliga resultatet uppgår därmed till 52,5 miljarder kronor, vilket är lägst i jämförelsen.

Det ackumulerade resultatet innebär att Fjärde AP-fondens avkastning sedan halvårsskiftet 2001 (5,8 procent per år) understiger övriga AP-fonders och tyvärr även genomsnittet av ett bredare urval av relevanta placeringsstrategier (median 6,5 procent per år).

**Skälen för regeringens bedömning:** Fjärde AP-fonden har utformat fondens strategiska placeringsinriktning utifrån en analys baserad på den uppskattade nyttan av förväntade pensionsbetalningar under kommande 40 år, vilket innehåller en avvägning mellan förväntade utfall och risken att pensionerna i stället skall påverkas negativt. På den grunden har fonden formulerat ett mål för långsiktig real avkastning som uppgår till 4,5 procent per år. Fondens hittillsvarande reala avkastning, 3,1 procent per år under perioden 2001–2006, ligger därmed utanför ramen för långsiktig måluppfyllelse.

Fjärde AP-fonden inledde verksamheten 2001 med den tydliga avsikten att bära en hög aktierelaterad risk. Omständigheterna var därefter till nackdel för fonden genom börsoron 2001 och 2002. Fonden utmärks alltså av en förhållandevis hög aktieandel (61 procent) medan inslaget av alternativa investeringar utöver AP-fastigheter inte särredovisats (tabell 5.10). Fjärde AP-fonden har emellertid utfäst 3,6 miljarder kronor för investeringar i riskkapitalfonder, varav 1,3 miljarder kronor hittills investerats. Placeringarna har hittills inkluderats i de svenska och utländska aktieportföljerna men rapporteras som ett separat tillgångsslag fr.o.m. 2007.

Erfarenheten visar att hög portföljrisk förutsätter en motsvarande hög grad av uthållighet från investerarens sida. Fjärde AP-fondens styrelse har, likhet med Första, Andra och Tredje AP-fondernas styrelser, hållit fast vid den övergripande strategin även när strategin utsattes för prövning under 2001 och 2002. Det innebär att Fjärde AP-fonden, som de andra AP-fonderna, fullt ut har kunnat dra nytta av aktiemarknadernas återhämtning efter 2002. Omfattningen av marknadernas turbulens har emellertid varit så betydande under den studerade perioden att även till

synes begränsade justeringar av portföljen har visat sig få märkbara resultat effekter. I Fjärde AP-fondens fall var den inledande strategin inte heller möjlig att upprätthålla, eftersom den bortsåg från att fonden redan ägde en fjärdedel av AP Fastigheter.

**Tabell 5.10 Fjärde AP-fondens normalportfölj vid utgången av respektive år (portföljandelar i procent).**

	2006	2005	Index
Svenska aktier	19	19	SIX Return Index
Utländska aktier	42	42	MSCI World DGI
Svenska obligationer	16,7	16,7	Handelsbanken
Utländska obligationer	20,4	20,4	Merril Lynch GBI (SEK)
Fastigheter	2	2	AP Fastigheter
Summa	100	100	Sammanvägt index
Valutaexponering	15	10	

Fondens inledande strategi hade resulterat i ett ackumulerat resultat på 60,0 miljarder kronor vid utgången av 2006, om strategin hade behållits i oförändrad form. Detta är, med knapp marginal, det bästa potentiella utfallet i jämförelsen med andra AP-fonder (tabell 5.1). Fjärde AP-fondens ackumulerade resultat sedan halvårsskiftet 2001 uppgår emellertid till 52,5 miljarder kronor, vilket således understiger resultatet ovan med 7,5 miljarder kronor. Väsentliga resultatpåverkande faktorer under perioder inkluderar förändringar av strategin som bidragit med -3,5 miljarder kronor och aktiv förvaltning som bidragit med -2,7 miljarder kronor. Införandet av fastigheter i fondens strategiska portfölj, vilket var nödvändigt med mindre än att innehavet i AP Fastigheter skulle säljas, har visat sig bidra positivt trots att detta framtvängde en minskning av fondens sammanlagda aktieandel med 1,5 procentenheter. Entydigt negativa resultatbidrag har däremot följt av en omfördelning från svenska till globala aktier vid en tidpunkt som i efterhand kan betecknas som olycklig, liksom omfördelningen från reala till nominella obligationer innan realräntorna föll, bl.a. genom en ökad marknadsefterfrågan på ränterisk (lång duration).

En jämförelse av AP-fondernas långsiktiga avkastning med 33 975 simulerade portföljer, vars avkastning representerar hypotetiska konkurrenter med placeringsstrategier som fonderna alternativt kunde ha valt, visar att Fjärde AP-fondens totala avkastning inte nådde upp till medelportföljen under den studerade perioden. Marginalen uppgick till -0,7 procentenheter per år, vilket innebär att fondens avkastning överträffade endast en mindre andel (20 procent) av alla rangordnade portföljer (figur 5.1). Jämförelsenormen är krävande i det avseendet att alla hypotetiska portföljer har antagits vara passivt förvaltade, dvs. i inget enda fall har någon portfölj i jämförelsen påverkats av försäljning av aktier under 2002, vilket skulle ha förekommit vid en jämförelse med reella kapitalförvaltare. Den studerade perioden är dessutom alltså förhållandevis kort jämfört med fondernas långa placeringshorisont, varför några säkra slutsatser ännu inte dras om Fjärde AP-fondens strategiska placeringsinriktning. Dock har fondens hittillsvarande förvaltning efter reformen varit mindre framgångsrik, vilket har samband med förändringar av fondens strategi och med valet av förvaltningsstruktur, med en hög andel aktiv förvaltning som huvudsakligen bedrivits internt och som inte har gett förväntat resultat.



Enligt Wassum hade Fjärde AP-fonden ambitionen att i första hand utnyttja intern förvaltning. Inledningsvis beslutades att den svenska aktieportföljen, obligationsportföljen och två tredjedelar av den globala aktieportföljen skulle förvaltas internt. Sedan dess har andelen extern förvaltning ökat från en tredjedel till 43 procent av den globala aktieportföljen vid utgången av 2005. Detta motsvarade 17 procent av fondkapitalet, vilket var den minsta andelen extern förvaltning av alla AP-fonder. Fondens inriktning mot intern förvaltning åtföljs av en ännu tydligare inriktning mot aktiv och semiaktiv förvaltning (tabell 5.2). Styrelsens inriktning mot internt bedriven aktiv förvaltning av svenska och globala aktier har hittills inte gett förväntade resultat. I några fall har resultaten varit ihållande negativa, varför det kan ifrågasättas om styrelsens resultatuppföljning varit tillräckligt aktiv.

#### 5.2.4.2 Operativ förvaltning

**Regeringens bedömning:** Fjärde AP-fondens operativa aktieförvaltning har gett otillfredsställande resultat under den senaste femårsperioden. Av det skälet är även resultatet på övergripande nivå otillfredsställande.

**Regeringens skrivelse för 2001–2005:** Fjärde AP-fondens långsiktiga operativa resultat är ihållande negativt på övergripande nivå, även före kostnader. Förutsättningarna är under överskådlig tid inte goda för att uppnå styrelsens långsiktiga mål.

**Wassums utvärdering:** Under 2006 uppgick avkastningen på fondens totala likvida tillgångar till 10,1 procent, vilket understeg jämförelseindex med 0,5 procentenheter. Under året uppnådde endast obligationsportföljen en positiv aktiv avkastning. Sämre resultat kan under samma tid noteras för fondens svenska aktieportfölj som avkastade -2,2 procentenheter jämfört med index.

Under den senaste femårsperioden har avkastningen på fondens likvida tillgångar uppgått till 6,7 procent per år, vilket understeg jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år. Förvaltningen av obligationer har överträffat jämförelseindex med 0,2 procentenheter per år, medan de svenska och globala aktieportföljerna har utvecklats sämre än sina jämförelseindex (-1,5 respektive -0,5 procentenheter per år). Informationskvoten (förhållandet mellan aktiv avkastning och aktiv risk) indikerar att obligationsförvaltningen har bedrivits med godkänd kvalitet medan det omvända gäller för aktieportföljerna.

Fondens operativa mål är att överträffa jämförelseindex med 0,7 procentenheter per år över en tvåårsperiod. Under den senaste tvåårsperioden har avkastningen för fondens likvida tillgångar emellertid varit lägre än index (-0,3 procent per år). En ytterligare analys visar att fonden inte har överträffat jämförelseindex under någon tvåårsperiod sedan halvårsskiftet 2001.

**Skälen för regeringens bedömning:** Resultatet av Fjärde AP-fondens operativa förvaltning under femårsperioden 2002–2006 är, med några undantag, ihållande negativt. Styrelsens mål har inte uppnåtts under någon tvåårsperiod sedan halvårsskiftet 2001, resultaten har i stället varit negativa. Det innebär att resultatet var negativt också under

femårsperioden 2002–2006, som gäller som utgångspunkt för denna utvärdering. Avkastningen på fondens likvida tillgångar uppgick till 6,7 procent per år under femårsperioden, vilket understeg jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år. Avkastningen på fondens svenska och globala aktier under perioden uppgick till 12,6 respektive -0,3 procent per år, vilket understeg jämförelseindex med 1,5 respektive 0,5 procentenheter per år. Avkastningen på fondens obligationsportfölj under femårsperioden uppgick till 5,0 procent per år, vilket däremot överträffade jämförelseindex med 0,2 procent per år (tabell 5.11).

Tabell 5.11 Fjärde AP-fondens avkastning 2002–2006 (procent).

	2006		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
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
Obligationer	0,6	0,1	5,0	0,2	0,4	0,58
<b>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>

\*) Avser genomsnittet 2002–2006. Informationskvoten uttrycker relationen mellan överavkastning och aktiv risk.

Fjärde AP-fonden har inte uppnått målet för den operativa förvaltningen under 2002–2006. Sannolikheten är dessutom låg för att målet skall nås under kommande femårsperioder. Den hittillsvarande negativa aktiva avkastningen sammanhänger med valet av aktier i de svenska och globala aktieportföljerna. På basis av förhållandet mellan aktiv avkastning och aktiv risk (den s.k. informationskvoten) drar Wassum slutsatsen att förvaltningen av svenska och globala aktier har bedrivits med otillfredsställande kvalitet, medan förvaltningen av obligationer däremot bedrivits med godkänd kvalitet. Det är lätt att hålla med om de förra slutsatserna medan den senare t.o.m. kan förstärkas något; förvaltningen av obligationer förefaller ha bedrivits med god kvalitet om än med något låga aktiva risker.

## 5.3 Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning

### 5.3.1 Strategiska beslut

**Regeringens bedömning:** Målet för Sjätte AP-fondens noterade portfölj förefaller lågt och bör omprövas. Säkra slutsatser kan ännu inte dras om fondens långsiktiga avkastning.

**Regeringens skrivelse för 2001–2005:** Sjätte AP-fondens styrelse sänkte marknadsrisken i likviditetsförvaltningen vid en tidpunkt som i efterhand framstår som oförmånlig. Detta illustrerar väl behovet att förändra regelverket så att det blir möjligt att renodla Sjätte AP-fondens verksamhet till att bara avse noterade aktier. Sjätte AP-fonden kan ha skäl att ompröva målet för riskkapitalverksamheten, eftersom detta förefaller vara något lågt satt.

**Wassums utvärdering:** Sjätte AP-fonden intar en unik position bland AP-fonderna genom att fonden har som sin huvudsakliga uppgift att placera tilldelade medel på den svenska riskkapitalmarknaden. Fondens åtaganden i form av kapitalutfästelser till direktägda bolag och riskkapitalfonder kräver en löpande betalningsberedskap. Eftersom

fonden inte kan få kapitaltillskott krävs det att fonden upprättar likviditetsprognoser som utgör ett styrande inslag i fondens förvaltning. Under perioder när likviditeten är ansträngd ställs stora krav på betalningsberedskap, vilket i sin tur ger fonden mindre utrymme att ingå nya investeringsåtaganden.

Efter kritik i regeringens skrivelse för 1997 verkställde fonden under 1998 en omplacering av medel från räntebärande instrument till börsnoterade aktier. Den starka aktiemarknaden fram till mars 2000 innebar att fondens tillgångar växte kraftigt och passerade 20 miljarder kronor. Därefter började börserna falla, vilket ledde till stora negativa resultat för fonden, särskilt under 2002. Under senare delen av 2002 drog fonden slutsatsen att de placerade medlens riskprofil då var för hög, vilket underströks av fondens likviditetsprognos vid samma tidpunkt. På denna grund beslutade fonden att byta strategisk inriktning och tydligare fokusera på investeringsverksamheten. Som en följd av det omstrukturerades den noterade portföljen genom försäljning av noterade aktier och köp av räntebärande instrument. Styrelsen fastställde också ett absolut avkastningsmål för fonden som skulle gälla fr.o.m. 2003.

Sjätte AP-fonden har angett som övergripande mål att utveckla verksamheten på ett sådant sätt att avkastningsmålet kan höjas väsentligt inom en femårsperiod. Fonden har även utvecklat långsiktiga mål för olika affärsområden som ligger i intervallet 11–17 procent per år för onoterade innehav (men som ännu inte har införts). För fonden som helhet har i stället formulerats ett långsiktigt mål som innebär att avkastningen över rullande femårsperioder skall uppgå till riskfri ränta plus en riskpremie om 4,5 procentenheter. Dessutom fastställer styrelsen årligen ett kortsiktigt mål som baseras på reporäntan med tillägg av riskpremier för olika typer av placeringar. Under 2006 uppgick det kortsiktiga målet till 7,2 procent sammanvägt. Målen för de onoterade och noterade portföljerna var 9,0 respektive 5,1 procent. En sammanvägning av Sjätte AP-fondens kortsiktiga mål ger vid handen att målet för fonden som helhet och för den noterade portföljen varit -3,5 respektive -5,4 procent per år under femårsperioden 2002–2006, vilket hänger samman med att målet för 2002 var börsindex som detta år avkastade -35,7 procent. Målet för den onoterade portföljen under tioårsperioden 1997–2006 har varit 11,4 procent per år (10,7 procent per år beräknat som ett kapitalvägt genomsnitt). Styrelsens mål förefaller vara relativt lågt satta mot bakgrund av att de kortsiktiga målen är väsentligt lägre än de långsiktiga mål som har formulerats men ännu inte införts.

Avkastningen på Sjätte AP-fondens placeringar i onoterade aktier sedan starten 1997 uppgår till 10,5 procent per år, eller 8,8 procent per år efter externa kostnader. Detta kan jämföras med motsvarande placeringar i börsaktier (storleksmässigt och tidsmässigt) som hade avkastat 11,4 procent under tioårsperioden, dvs. mer. Tidigare år har avkastningen på Sjätte AP-fondens onoterade portfölj varit högre än motsvarande placeringar i börsaktier. Genom Stockholmsbörsens starka utveckling under senare år passerades fondens onoterade portfölj genom börsens fortsatta uppgång under 2006. Det är vanligt att den onoterade marknaden följer trenden på börsen med något eller några års eftersläpning. Om ett sådant mönster upprepar sig kommer Sjätte AP-

fondens onoterade portfölj att uppvisa hög avkastning under kommande år.

En jämförelse med tillgänglig statistik över svenska riskkapitalfonder visar att Sjätte AP-fondens avkastning på onoterade innehav överträffar genomsnittet för *venture*-fonder (som investerar i tidig fas) men inte når upp till ett genomsnitt av *venture*- och *buy out*-fonder (som investerar i mogen fas). Dock lider statistiken av brister genom att fonder som fallerat sorteras bort (*survivorship bias*) och genom att informationen insamlas på frivillig väg och därför är ofullständig och möjligen skev (*selection bias*). Eventuella slutsatser av jämförelsen måste därför dras med stor försiktighet.

**Skälen för regeringens bedömning:** Sjätte AP-fonden avviker från Första–Fjärde AP-fonderna genom fondens obegränsade möjligheter att placera fondkapitalet i onoterade tillgångar och genom att vara inriktad mot inhemska aktieplaceringar. Sjätte AP-fonden avviker även från privata riskkapitalfonder genom att vara en sluten fond som även omfattar nödvändiga likviditetsreserver, som finansierar direkta placeringar i onoterade bolag med eget kapital utan kompletterande upplåning och som arbetar med en nationell inriktning. Det innebär, i likhet med vad som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna, en utmaning att finna relevanta jämförelsenormer. Utmaningen förstärks i detta fall av bristen på genomlysning av riskkapitalmarknaden, som bl.a. kommer till uttryck i en flagrant brist på tillförlitlig branschstatistik över historisk avkastning.

Sjätte AP-fonden har genomfört större förändringar av fondens strategiska inriktning vid två tillfällen. Efter kritik i regeringens skrivelse för 1997 investerade fonden under 1998 kapital som dittills placerats i räntebärande instrument i stället i börsaktier. Vid utgången av 1998 motsvarade denna andel mer än 90 procent av fondkapitalet. Under hösten 2002 genomfördes en andra strategisk förändring, genom styrelsens beslut att fonden fr.o.m. 2003 skulle ha ett absolut avkastningsmål, vilket åtföljdes av en motsvarande neddragning av risknivån i fondens likvida placeringar. Detta berodde i sin tur på att andelen onoterade placeringar i det skedet översteg 50 procent av fondkapitalet, samtidigt som fondens bedömning av den framtida likviditeten indikerade att likviditetsbufferten riskerade att bli otillräcklig i förhållande till förväntade framtida investeringsbehov. Eftersom fondens förmåga att bära risk försämrades som en direkt följd av den negativa börsutvecklingen under 2002, blev konsekvensen att exponeringen mot aktiemarknaderna kom att reduceras vid en tidpunkt som i efterhand framstår som oförmånlig.

Det är möjligt att den hastigt krympande likviditetsbufferten 2002 även påverkade omfattningen av de investeringar i riskkapitalfonder som genomfördes under detta år, vilket i så fall kan utgöra en hämmande faktor i dag. Fondens verkställande direktör uppger i årsredovisningen (s. 2) att fonden var försiktig med att investera och utfästa kapital under 2002 och 2003, mot bakgrund av hur marknaden då kunde bedömas, och att det ger anledning till en förväntan om lägre aktivitet och lönsamhet i den del av den onoterade portföljen som avser placeringar i mogen fas (*buy out*).

Sjätte AP-fonden har som övergripande mål att utveckla verksamheten på ett sådant sätt att avkastningsmålet kan höjas väsentligt inom en femårsperiod. För 2006 var fondens mål att uppnå en absolut avkastning på minst 7,2 procent efter kostnader, vilket i sin tur bestod av ett högre mål för onoterade aktier (9,0 procent) och ett motsvarande lägre avkastningskrav för likviditetsförvaltningen (5,1 procent).

Wassum bedömer att styrelsen har satt ett relativt lågt mål för fondens operativa förvaltning, med hänvisning till att det finns långsiktiga mål som avspeglar en hög ambitionsnivå men som hittills inte har införts. Det finns skäl att instämma i denna bedömning. Fondens femårshistorik har påverkats av börsfallet 2002. Mål bör emellertid avse tiden efter målens införande, varför fondens historik vid tidpunkten för införandet av nya mål knappast kan vara en försvårande omständighet. Målet bör därför omprövas.

Internbankens mål för avkastning, som uppgick till 2,9 procent 2006, avspeglar fondens behov av en likviditetsbuffert som inte kan utsättas för risk. Detta är en konsekvens av regelverkets utformning men kan, som påpekats två år i följd, betecknas som ett exempel på s.k. suboptimering ur pensionssystemets perspektiv.

I likhet med vad som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna kan även Sjätte AP-fondens långsiktiga avkastning uppfattas som ett mått på styrelsens förvaltning och värdet av styrelsens strategiska beslut. I detta fall försvåras en utvärdering av bristen på relevanta jämförelsenormer utöver styrelsens egna mål (styrelsens förvaltning kan inte gärna utvärderas endast mot egna mål). För att ge ett perspektiv på frågan om fondens långsiktiga avkastning har Wassum sedan några år jämfört Sjätte AP-fondens onoterade portfölj med tidsmässigt och beloppsmässigt parallella investeringar i börsindex. Detta svarar på frågan vilken riskpremie före kostnader, jämfört med placeringar i börsaktier, som förvaltningen av fondens onoterade portfölj har genererat under olika långa perioder som dock alltid utgår från 1997 (tidpunkten för fondens första investering i ett onoterat bolag). Eftersom börsen är volatil har den realiserade riskpremien varierat betydligt, från mycket höga procentuella tal 1997–2002 och 1997–2003 till små sådana differenser (riskpremier) under perioder som även inbegriper 2005 och 2006. Under tioårsperioden 1997–2006 var den realiserade riskpremien t.o.m. negativ. Dock måste en jämförelse som denna göras vid flera tidpunkter. Till det kommer att avkastningen på Sjätte AP-fondens onoterade portfölj baseras på en försiktig värdering av ännu orealiserade innehav som inte är direkt jämförbar med börsens värdering som fluktuerar kraftigt över tiden. Dessutom brukar värderingen på den onoterade marknaden påverkas av börsens värdering med en tidsförskjutning på något eller några år, vilket indikerar att den onoterade marknaden bör ha mer att ge.

Wassum har även gjort ett försök att jämföra avkastningen på Sjätte AP-fondens onoterade portfölj under perioden 1997–2005 med tillgänglig statistik över svenska riskkapitalfonder och deras avkastning. Problemet är att en jämförelse försvåras av uppenbara brister i statistikens kvalitet. Dessutom avviker Sjätte AP-fonden från riskkapitalfonder i allmänhet genom att finansiera direkta investeringar med eget kapital, utan inslag av upplåning, genom att uteslutande investera i Sverige och genom att även förvalta likvida placeringar.

Av ovan nämnda skäl måste slutsatser dras med stor försiktighet. Det är möjligen så att Sjätte AP-fondens långsiktiga avkastning hittills inte har gett förväntade riskpremier utöver avkastningen på börsnoterade aktier, vilket i så fall kan ha samband med den generella utvecklingen för onoterade aktier i tidiga skeden (*buy out*-fonder har däremot haft en synnerligen god utveckling, även fonder i vilka Sjätte AP-fonden har placerat). Det kan delvis vara ett arv från IT-bubblan i slutet av 1990-talet, i form av mindre lönsamma placeringar som har visat sig kräva lång tid för att vända i rätt riktning. Det kan också vara ett arv från den dämpade aktivitet på riskkapitalmarknaden som följde efter börsoron 2000–2002 och den försiktighet som i det skedet iaktogs beträffande nya investeringsåtaganden. Eftersom beslut om investeringar i onoterade tillgångar fattas både av styrelsen och av fondens operativa ledning är ansvaret för detta delat. I den mån regelverket har utgjort en försvårande omständighet faller en del av ansvaret även på lagstiftaren.

### 5.3.2 Operativ förvaltning

**Regeringens bedömning:** Sjätte AP-fonden har med bred marginal överträffat styrelsens mål för fonden som helhet och för förvaltningen av fondens likvida portfölj, vilket kan betecknas som ett gott resultat givet förutsättningarna. Målet för fondens onoterade portfölj har hittills inte uppnåtts, trots att den långsiktiga avkastningen klart överstiger fondens avkastning på övergripande nivå och trots att perioden har utsträckts till tio år.

**Regeringens skrivelse för 2001–2005:** Sjätte AP-fonden har, i likhet med tidigare år, uppnått styrelsens långsiktiga mål på övergripande nivå, vilket kan betraktas som ett gott resultat. Detta beror i väsentlig utsträckning på det långsiktiga resultatet från förvaltningen av onoterade aktier, trots att fonden i denna del av verksamheten inte har uppnått styrelsens långsiktiga mål.

**Wassums utvärdering:** Sjätte AP-fondens avkastning under 2006 uppgick till 13,8 procent efter kostnader, vilket överträffade fondens mål detta år med 6,5 procentenheter. Under den senaste femårsperioden uppgick avkastningen till 0,6 procent per år, vilket överträffade målet med 4,0 procentenheter per år.

Den noterade portföljen avkastade 11,6 procent under 2006 och -2,3 procent per år under femårsperioden 2002–2006, vilket översteg målet med 6,5 procentenheter respektive 3,1 procentenheter per år. En viktig förklaring till resultatet under 2006 är det faktum att den noterade portföljen till stor del innehåller svenska aktiefonder som steg kraftigt detta år.

Den onoterade portföljens avkastning, mätt med internränta (s.k. kapitalvägd avkastning) uppgick till 10,5 per år sedan den första investeringen i januari 1997. Efter avdrag för externa kostnader uppgick avkastningen till 8,8 procent per år. Detta är en förbättring jämfört med 2005 då den genomsnittliga avkastningen före kostnader uppgick till 9,4 procent per år (7,7 procent per år efter externa kostnader). Målet för den

onoterade portföljen, som uppgick till 11,4 procent per år efter kostnader, har inte uppnåtts under tioårsperioden 1997–2006.

**Skälen för regeringens bedömning:** Under femårsperioden 2002–2006 uppgick Sjätte AP-fondens sammanvägda avkastning till 0,6 procent efter avdrag för samtliga kostnader. Detta är en förbättring jämfört med tidigare år, men alltså en låg avkastning, vilket i sin tur beror på att fonden var helt exponerad mot svenska aktier (noterade och onoterade) t.o.m. 2002 då börsfallet kulminerade. Av samma skäl uppgick fondens genomsnittliga mål till -3,6 procent per år under perioden 2002–2006, vilket innebär att målet har överträffats med i genomsnitt 4,0 procentenheter per år.

Tabell 5.12 Sjätte AP-fondens resultat 2002–2006 (procent p.a.).

	2006		Genomsnitt		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Noterad portfölj	11,6	6,5	-2,3	3,1	5,3	0,58
Fonden totalt	13,8	6,5	0,6	4,0	10,3	0,39

\*) Avser genomsnittet 2002–2006. Informationskvoten uttrycker relationen mellan överavkastning och aktiv risk.

Fondens långsiktiga avkastning sammanhänger med en långsiktig positiv avkastning från fondens onoterade portfölj. Samtidigt som den onoterade portföljen verksamt bidragit till Sjätte AP-fondens måluppfyllelse på övergripande nivå, har fonden inte uppnått styrelsens mål i denna del av verksamheten. Avkastningen på fondens noterade portfölj under femårsperioden 2002–2006 var negativ (-2,3 procent per år) men bättre än jämförelseindex.

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

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

Portfölj	Investerat belopp	Flöden	Marknadsvärde	Akkumulerad avkastning
Indirekt	9 267,7	6 309,0	4 625,5	7,0 %
Direkt realiserat	5 955,1	2 262,4	4 892,7	22,7 %
Direkt realiserat	4 093,5	6 187,5	-	11,9 %
<b>Totalt</b>	<b>19 316,2</b>	<b>14 758,9</b>	<b>9 518,2</b>	<b>10,5 %</b>
Totalt, netto	-	-	-	8,8 %

Sjätte AP-fonden har sedan 1997 investerat sammanlagt 19,3 miljarder kronor i onoterade företag, vilket är 4,7 miljarder kronor mer än för ett år sedan. Vid utgången av 2006 var marknadsvärdet av ännu orealiserade tillgångar 9,5 miljarder kronor, beräknat enligt branschens riktlinjer. Med beaktande av utbetalningar uppgående till sammantaget knappt 14,8 miljarder kronor, och tidpunkten för varje sådan betalning, motsvarade detta en genomsnittlig avkastning på 10,5 procent per år, eller 8,8 procent per år efter externa förvaltningsavgifter (tabell 5.13). Detta är en förbättring jämfört med tidigare år men understiger alltså

styrelsens genomsnittliga mål som under samma tid som uppgick till 10,7 procent per år efter kostnader, beräknat på samma sätt som den motsvarande avkastningen, dvs. som en internränta (det genomsnittliga målet beräknat som en tidsvägd avkastning uppgick till 11,4 procent per år, vilket bortser från att placeringarna i onoterade aktier var små i början av perioden).

Den hittillsvarande långsiktiga avkastningen avser tio år, vilket i de flesta fall är att betrakta som en lång period för utvärdering. Denna gång har förutsättningarna varit speciella genom IT-bubblan i slutet av 1990-talet och det resulterande börsfallet 2000–2002 som har påverkat Sjätte AP-fonden på var sitt sätt. Som en följd av IT-bubblan innehåller vissa årgångar av riskkapitalfonder placeringar som kan förväntas kräva lång tid innan de uppvisar goda resultat. Enligt Sjätte AP-fondens årsredovisning för 2006 (s. 11) lider den svenska marknaden för placeringar i tidig fas (*venture capital*) fortfarande av det stora antalet fonder som etablerades vid millennieskiftet och som sedan dess i de flesta fall har gett en svag avkastning. Sjätte AP-fonden är inget undantag i detta avseende. Börsfallet 2000–2002 dämpade, med något års förskjutning, aktiviteten på riskkapitalmarknaden kraftigt. Eftersom Sjätte AP-fondens likviditetsreserv samtidigt krympte som en direkt följd av börsutvecklingen, finns det en risk för att fonden då iakttog en påtvingad försiktighet, till men för fondens långsiktiga avkastning.

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

	Direkt	Indirekt	Totalt
Start	1,4	1,2	1,3
Expansion	5,6	46,5	25,5
Mogen fas	76,4	52,3	64,7
Noterat	16,7	0,0	8,6
Summa	100	100	100

Strukturen av fondens onoterade portfölj har förändrats endast måttligt genom en viss ökning av direktägda noterade innehav (tabell 5.14) som torde ha samband med börsnoteringen av Lindab.

### **Faktaruta 5.2 Värdering av onoterade aktier**

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

Enligt EVCA:s riktlinjer skall avkastning avseende onoterade aktier beräknas med hjälp av en internränta, dvs. en kapitalvägd avkastning, eftersom förvaltaren bestämmer tidpunkten för nya investeringar och deras omfattning (se även faktaruta 5.1).



### 5.4.1 Strategiska beslut

**Regeringens bedömning:** Premiesparfondens avkastning har än en gång överträffat genomsnittet för andra fonder inom premiepensionssystemet, vilket bekräftar riktigheten av styrelsens strategiska beslut.

**Regeringens skrivelse för 2001–2005:** Premiesparfonden har överträffat genomsnittet av andra fonder inom premiepensionssystemet, vilket bekräftar styrelsens tidigare gjorda val av strategi. Sjunde AP-fondens styrelse bedöms ha fattat väl övervägda beslut beträffande fondens val av förvaltningsstruktur.

**Wassums utvärdering:** Det övergripande målet för Premiesparfonden är att avkastningen under en löpande femårsperiod minst skall motsvara genomsnittet för samtliga fonder som kan väljas aktivt i premiepensionssystemet, men till lägre risk. Motsvarande mål för Premievals-fonden är att avkastningen skall vara minst 0,35 procentenheter högre än samma genomsnitt. Målet för Premievals-fonden har ändrats fr.o.m. den 1 januari 2004. Innan dess var målet att fonden skulle tillhöra den bästa fjärdedelen av alla fonder som kan väljas aktivt i premiepensionssystemet.

Vid utgången av 2006 utgjordes investeringsstrategin inom Premiesparfonden av 82 procent aktier, 10 procent reala obligationer och 8 procent alternativa investeringar. Samma investeringsstrategi har i princip varit gällande sedan 2002. Placeringar i utländska aktier kurssäkras till 50 procent, hedgefonder kurssäkras till 100 procent. Denna strategi att delvis kurssäkra valutarisk är inte påtvingad av lag, vilket är fallet i andra AP-fonder, utan är ett strategiskt beslut.

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

Under 2002 fastslog styrelsen att valet mellan intern och extern förvaltning är ett styrelsebeslut som skall baseras på en jämförelse av kostnader och förvaltningens förväntade kvalitet. Beslutet skall utvärderas var tredje år. För det andra konstaterade styrelsen att det inom nästan alla områden finns mycket som talar för att fonden skall engagera externa förvaltare. Vid utgången av 2006 uppgick andelen intern förvaltning till 20 procent inom Premiesparfonden och 16 procent inom Premievals-fonden.

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

I oktober 2005 ändrade styrelsen placeringspolicyn genom att tillåta s.k. alfa- och betaseparering inom förvaltningen av svenska aktier. Efter

att ha praktiserat metoden under drygt ett år har man förklarat sig mogen att gå vidare till utländska aktiemarknader.

**Skälen för regeringens bedömning:** Sjunde AP-fonden förvaltar två fonder inom premiepensionssystemet, varav Premiesparfonden intar en särställning. Dit förs premiepensionsmedel för premiepensionssparare som inte har valt någon annan fond. Premiesparfonden omfattade vid utgången av 2006 knappt 30 procent av det totala premiepensionskapitalet och är systemets klart största fond. Premievalsfonden, däremot, är en valbar fond som konkurrerar fritt med privata alternativ inom premiepensionssystemet.

Sjunde AP-fondens övergripande mål, som detta har formulerats av styrelsen, är att avkastningen skall överstiga genomsnittet av alla fonder som kan väljas aktivt i premiepensionssystemet (PPM-index). Målet för Premiesparfonden är att avkastningen skall överträffa PPM-index över rullande femårsperioder och att detta skall ske till lägre risk. Målet för Premievalsfonden är att avkastningen skall överträffa PPM-index med en viss marginal som har uppgått till 0,35 procentenheter under de senaste tre åren och som var större för tiden dessförinnan. På dessa grunder har styrelsen fastställt fondernas normalportföljer (tabell 5.15). Strategin har varit i princip oförändrad sedan halvårsskiftet 2002 när alternativa investeringar, i form av onoterade aktier och hedgefonder, tillkom.

Tabell 5.15 Sjunde AP-fondens normalportföljer (procentuella andelar).

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

För Premiesparfonden, men inte för Premievalsfonden, gäller ett krav att den totala risknivån i förvaltningen skall vara låg. Förvaltningen skall dock inte vara så försiktig att den förväntade premiepensionen för dessa sparare avviker kraftigt negativt från den förväntade pensionsnivån för hela kollektivet av premiepensionssparare (prop. 1999/2000:46 s. 80 f.). Det kan även uppstå fördelningseffekter om ickeväljarna, som förmodligen rymmer grupper som känner sig främmande inför fondsparande, skulle missgynnas genom systematiskt lägre pension.<sup>25</sup> I Premiepensionsutredningens betänkande (SOU 2005:87) föreslogs att Premiesparfonden skall ges en generationsfondprofil som innebär att risknivån trappas ned i takt med pensionsspararnas ålder och återstående tid till pension. Detta skulle innebära att risken sänks när detta är befogat, utan att den förväntade långsiktiga avkastningen riskerar att bli omotiverat låg för yngre pensionssparare. Utredningen föreslår även att kravet på låg risk skall ersättas av en aktsamhetsprincip, i likhet med vad som gäller på tjänstepensionsområdet. Utredningens förslag bereds för närvarande inom Regeringskansliet.

Sjunde AP-fondens övergripande mål har uppnåtts under femårsperioden 2002–2006 för Premiesparfonden, men inte riktigt för

<sup>25</sup> Sådana synpunkter framfördes av vissa remissinstanser, bl.a. Riksbanken och RFV, med anledning av utredningen om Sjunde AP-fonden (SOU 1997:131).

Premievalsfonden (tabell 5.16). Premiesparfondens avkastning har överträffat genomsnittet av premiepensionsfonder med 0,9 procentenheter per år efter kostnader. Risken i Premiesparfonden har dessutom varit lägre under femårsperioden.<sup>26</sup> Under samma tid har Premievalsfonden överträffat PPM-index med 0,5 procent per år efter kostnader, vilket överträffar målet under de tre senaste åren men inte under femårsperioden sedan 2002.

**Tabell 5.16 Sjunde AP-fondens avkastning i förhållande till PPM-index 2002–2006 (procent p.a.).**

	2006		Genomsnitt*		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Premiesparfonden	10,5	-2,5	5,7	0,9	3,1	0,28
Premievalsfonden	11,7	-1,3	5,3	0,5	2,6	0,21

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

För både Premiesparfonden och Premievalsfonden har marginalen mot PPM-index krympt under de två senaste åren, särskilt 2005 när kronan försvagades temporärt, vilket delvis beror på en mindre andel svenska aktier. Under 2006 motverkades nackdelen i form av en mindre andel svenska aktier av positiva bidrag från Sjunde AP-fondens strategi att delvis valutasäkra utländska aktier.

En mycket stor marginal i förhållande till PPM-index måste uppnås under 2007 för att fondens övergripande mål skall uppfyllas även fortsättningsvis. Här bör det finnas en möjlighet att utsträcka jämförelsen bakåt i tiden, eftersom målet är strategiskt och inte operativt. För andra AP-fonder eftersträvar vi en så lång jämförelseperiod som möjligt vid utvärdering av styrelsernas strategiska beslut. En annan möjlighet kan vara att komplettera jämförelsen med PPM-index med ett alternativt mått som avspeglar kapitalmarknadens genomsnittliga avkastning. PPM-index är ett speciellt mått på kapitalmarknadens avkastning som utgår från faktiska val inom premiepensionssystemets ramar. Detta är en jämförelsenorm som inte är ett valbart alternativ på annat sätt än genom Sjunde AP-fondens förvaltning.

För såväl Premiesparfonden som Premievalsfonden gäller det operativa målet att fonderna skall överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år och avser en avkastning före kostnader. Detta mål inkluderar förväntade riskpremier för alternativa investeringar (onoterade aktier och hedgefonder) och därför kan bedömas vara cirka 0,2 procentenheter lägre i ett långsiktigt perspektiv än som framgår vid en första anblick.

Sjunde AP-fondens styrelse har på ett tydligt sätt tagit ansvar för valet av förvaltningsstruktur. Det bestämdes tidigt att det var styrelsens ansvar att besluta om fördelningen mellan intern och extern förvaltning. Styrelsen förutsatte att extern förvaltning i de flesta fall var ett naturligt val. På ett tidigt stadium beslutade styrelsen även om fördelningen mellan aktiv och passiv förvaltning och bestämde att denna fördelning skulle ses över vart tredje år. Fördelningen baserades på strukturerade analyser av marknadernas funktion och tidigare erfarenheter av aktiv

<sup>26</sup> Standardavvikelsen på årsbasis under den senaste femårsperioden var 13,9 procent för Premiesparfonden och 16,7 procent för PPM-index.

förvaltning på respektive marknad. En uppdatering av dessa studier bidrog till att andelen aktiv förvaltning av svenska aktier minskades 2005, eftersom resultaten tenderade att vara svaga. Denna praxis av Sjunde AP-fondens styrelse ansluter väl till behovet av en tydlig fördelning av roller och ansvar mellan styrelse och operativ ledning (bilaga 1).

#### 5.4.2 Operativ förvaltning

**Regeringens bedömning:** Resultatet av Sjunde AP-fondens operativa förvaltning under femårsperioden 2002–2006 är negativt, varför mycket goda resultat måste skapas under kommande år för att målet för verksamheten skall nås. Sjunde AP-fondens förvaltningsstruktur, med betydande inslag av passiv förvaltning, bör dock beaktas.

**Regeringens skrivelse för 2001–2005:** Sjunde AP-fonden har inte uppnått styrelsens långsiktiga mål för den operativa förvaltningen. Det bör dock beaktas att Sjunde AP-fonden har ett stort inslag av passiv förvaltning.

**Wassums utvärdering:** Under 2006 visar både Premiesparfonden och Premievals-fonden en något högre avkastning än jämförelseindex (0,1 procentenheter för båda fonderna). Under den senaste femårsperioden har Premiesparfonden och Premievals-fonden haft en underavkastning på 0,1 respektive 0,4 procentenheter per år. Förvaltningen har således inte uppnått målet för avkastning i förhållande till jämförelseindex.

**Skälen för regeringens bedömning:** Den genomsnittliga avkastningen för Premiesparfonden och Premievals-fonden under femårsperioden 2002–2006 uppgick till 6,1 respektive 5,9 procent per år. Dessa beräkningar tar inte hänsyn till kostnader. Ett sammanvägt jämförelseindex har emellertid i båda fallen avkastat något mer, varför den aktiva avkastningen jämfört med index är negativ (-0,1 respektive -0,4 procentenheter per år). Avkastningen efter kostnader blir ännu något sämre. Resultaten bör dock ses mot bakgrund av att mer än hälften (57 procent) av Sjunde AP-fondens portfölj är passivt förvaltat och därför inte förvaltas med utgångspunkten att överträffa index (tabell 5.2). De kortsiktiga resultaten 2006 var svagt positiva, vilket innebär att Sjunde AP-fonden har överträffat jämförelseindex två år i följd. Resultatet under 2005 låg inom ramen för långsiktig måluppfyllelse.

Tabell 5.17 Sjunde AP-fondens avkastning före kostnader i förhållande till jämförelseindex 2002–2006 (procent p.a.).

	2006		Genomsnitt*		Riskjusterad avkastning*	
	Absolut	Relativt	Absolut	Relativt	Aktiv risk	Informationskvot
Premiesparfonden	10,8	0,1	6,1	-0,1	0,6	-0,14
Premievals-fonden	12,0	0,1	5,9	-0,4	0,8	-0,49

Not. Avser avkastning före kostnader enligt "stängningskursmodellen".

Sjunde AP-fonden ser över förvaltningsuppdragen vart tredje år, vilket innebär att det regelbundet sker en omsättning av förvaltare som har levererat mindre goda resultat. På den grunden ersattes 2004 ett större

externt mandat som avsåg europeiska aktier. Under 2006 har fonden gjort en ny översyn som kommer att leda till förändringar under 2007. Det kan inte uteslutas att fondens val av förvaltningsstruktur, med ett dominerande inslag av extern förvaltning (82 procent), har underlättat en aktiv resultatuppföljning. Skr. 2006/07:130

# Bilaga 1 Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna

## Bakgrund

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

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

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

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

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

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

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

En policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna bör givetvis ta sin utgångspunkt i fondernas uppdrag som det har formulerats i lag och förarbeten och samtidigt beakta behovet av konsistens i regeringens samlade styrning av myndigheter, statligt ägda bolag och affärsverk. Det

kan därför vara lämpligt att hämta inspiration och viss vägledning från gällande riktlinjer beträffande styrning av statliga bolag och i det sammanhanget även beakta principer och riktlinjer som antagits av OECD, utan att dessa för den skull skall anses gälla AP-fonderna i sin helhet.

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

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

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

## AP-fondernas uppdrag

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

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

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

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

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

## Styrelsernas roll

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



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

Eftersom fonderna är statliga myndigheter och inte aktiebolag, kan det behöva klargöras vad som mer precist är föremålet för styrelsernas uppdrag. Eftersom AP-fondernas uppdrag enligt lag och förarbeten utgår från pensionssystemets intresse, bör styrelsernas uppdrag definieras med samma utgångspunkt. Av det följer att verksamhetens ändamål är det kapital som styrelsen har fått i uppdrag att förvalta. Fondkapitalet skall förvaltas till största möjliga nytta för pensionssystemet. Regelverket innehåller inga föreskrifter om hur förvaltningen skall organiseras, med undantag för regeln att minst tio procent skall förvaltas externt. Enligt lagens förarbeten har denna regel införts för att understryka vikten av en kostnadseffektiv förvaltning (prop. 1999/2000:46 s. 112).

OECD:s riktlinjer för styrning av pensionsfonder riktar sig till privata tjänstepensionsfonder och är därför inte tillämpliga för AP-fonderna i alla avseenden. Det finns dock skäl att uppmärksamma den övergripande principen beträffande ramverket för styrning av pensionsfonder (*governance structure*) som skall tillförsäkra en tydlig identifiering och fördelning av ansvar och roller när det gäller översyn och uppföljning å ena sidan och operativt ansvar å andra sidan (*OECD guidelines for pension fund governance*, OECD 2005 s. 7). Det är lämpligt att denna fördelning av roller och ansvar i AP-fondernas fall ansluter till svensk praxis, exempelvis som denna kommer till uttryck i Koden för bolagsstyrning. Det är därför styrelsernas ansvar att bl.a. besluta om mål och strategi samt att fortlöpande utvärdera fondens operativa ledning och vid behov tillsätta eller entlediga verkställande direktör, medan den verkställande direktören rapporterar till styrelsen och ansvarar för fondens löpande förvaltning. Det är av avgörande betydelse att styrelserna identifierar och upprätthåller en tydlig fördelning av styrande och operativa roller, eftersom de ensamma har ansvaret för fondernas löpande förvaltning.

## Tillsättning av styrelser

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

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

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

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

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

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

## Regeringens utvärdering

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

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

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

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

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

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

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

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

När det gäller AP-fondernas redovisningsprinciper bör dessa överensstämja med god praxis och möjliggöra rättvisande bedömningar. Det är angeläget att avkastningen redovisas på ett jämförbart sätt. I kommunikationen med allmänheten bör avkastningen redovisas efter kostnader, i enlighet med god praxis för avgiftsbestämda pensionslösningar (*OECD guidelines for pension fund governance*, OECD 2005, s. 18). Den avkastning som kommer pensionssystemet till del, dvs. med korrigering för både interna kostnader och externa provisionskostnader, bör vara en del av fondernas externa rapportering. Naturligtvis bör fondernas interna och externa kostnader själva ingå i den externa rapporteringen, med bevarad jämförbarhet bakåt i tiden.

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