

Utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2010

FINANSDEPARTEMENTET

Slutrapport

April 2011

KONFIDENTIELLT MATERIAL OCH ÄGANDERÄTT
All användning av detta material, är utan särskilt tillstånd
av McKinsey & Company strängt förbjudet.

Innehåll

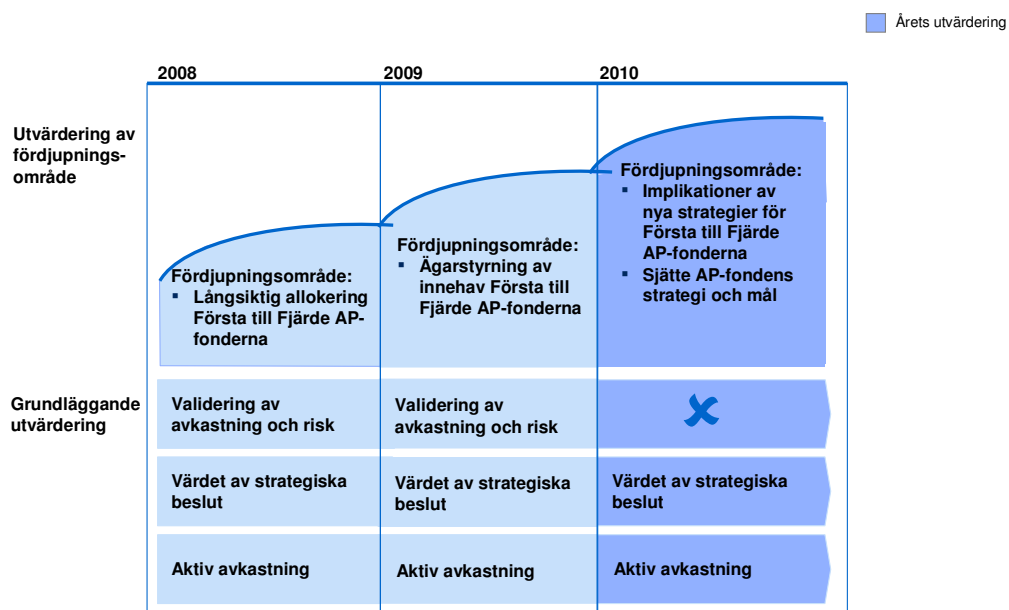
1. Angreppssätt för utvärderingen	1
2. AP-fondernas roll, utveckling och omvärld 2001-2010	4
3. Sammanfattning och identifierade frågeställningar	10
4. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden	29
5. Grundläggande utvärdering av Andra AP-fonden	36
6. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden	42
7. Grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fonden	49
8. Grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fonden	55
9. Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden	61
10. Fördjupningsområde 1: Implikationer av nya strategier för Första till Fjärde AP-fonderna	69
11. Fördjupningsområde 2: Sjätte AP-fondens strategi och mål	83

1. Angreppssätt för utvärderingen

McKinsey & Company fick i december 2008 uppdraget av Finansdepartementet att genomföra den årliga utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2008, 2009 och 2010. Enligt överenskommelse med Finansdepartementet består utvärderingen av fondernas verksamhet av två delar, en grundläggande utvärdering och ett fördjupningsområde (Bild 1).

Bild 1

Angreppssätt för utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2010



I utvärderingen av fondernas verksamhet 2010 består den grundläggande utvärderingen av två delar: en utvärdering av värdet av fondernas strategiska beslut samt en utvärdering av fondernas aktiva avkastning¹. Valideringen av fondernas avkastning och risk som tidigare år ingått i den grundläggande utvärderingen har utgått och har inte genomförts i årets utvärdering.

Efter förändringarna i Första till Fjärde AP-fondernas förvaltningsmodeller efter 2008 är det svårt att på ett enhetligt sätt jämföra fondernas avkastning från långfristiga beslut, medelfristiga beslut samt den aktiva förvaltningen. Årets grundläggande utvärdering av Första till Fjärde AP-fonderna fokuserar därför liksom utvärderingen av fondernas verksamhet 2009 främst på att jämföra fondernas totala avkastning. En nedbrytning av

¹ Överavkastning som fonderna skapar jämfört med sina jämförelseindex

avkastningen från strategiska beslut och aktiv förvaltning görs separat för varje fond. Första till Fjärde AP-fonderna började agera i sina roller som buffertfonder 1 januari 2001, men det dröjde till senare under 2001 innan fonderna hade implementerat sina långsiktiga investeringsportföljer. Första till Fjärde AP-fonderna utvärderas därför över perioden 1 juli 2001 till 31 december 2010.

Sjätte AP-fonden investerar framförallt riskkapital i onoterade tillgångar och fondens samtliga investeringsbeslut är att betrakta som strategiska beslut. Sjätte AP-fonden startade sin verksamhet i slutet av 1996 och utvärderas över perioden 1 januari 1997 till 31 december 2010. Buffertfondernas (Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna) gemensamma påverkan på inkomstpensionssystemet utvärderas över perioden 1 januari 2001 till 31 december 2010.

Sjunde AP-fonden utvärderas som en värdepappersfond och jämförs med övriga värdepappersfonder i premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden införde under 2010 en ny förvaltningsmodell och den grundläggande utvärderingen av fondens verksamhet 2010 fokuserar på att beskriva den nya förvaltningsmodellen och utvärdera fondens resultat i två delar. Först utvärderas resultaten för fondens två gamla fonder Premiesparfonden och Premievals-fonden över perioden 1 januari 2001 till 20 maj 2010. Därefter utvärderas resultaten för fondens nya fonder AP7 SÅFA och dess två byggstensfonder AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2010.

Liksom i tidigare års grundläggande utvärderingar baseras utvärderingen på information från fondernas interna resultatuppföljningssystem för att möjliggöra analys av olika källor till den totala avkastningen. Det här innebär att det i vissa fall kan förekomma skillnader mot fondernas redovisade resultat på grund av periodiseringar, men skillnaderna är mycket små (mindre än 0,1 procentenheter i avkastning 2010).

I årets utvärdering har två fördjupningsområden utvärderats. I förra årets utvärdering beskrevs hur flera av Första till Fjärde AP-fonderna genomfört förändringar i sin förvaltningsmodell och arbetssätt sedan 2008. Under 2010 har förändringsarbetet fortsatt och det första fördjupningsområdet syftar till att jämföra hur Första till Fjärde AP-fonderna idag arbetar med ett urval av utländska pensionsfonder som ofta anses vara goda exempel. Baserat på jämförelser identifieras frågeställningar som bedöms vara viktiga att diskutera för att fortsätta utveckla fondernas förvaltningsmodeller. Jämförelsen med de utländska pensionsfonderna baseras på en kombination av publik information och intervjuer. Vi vill därför rikta ett speciellt tack till representanter från ATP i Danmark, AGP i Holland, CPP i Kanada och OTPP i Kanada som medverkat i intervjuer.

Sjätte AP-fonden har sedan starten 1996 genomgått stora förändringar och investerar idag på flera olika sätt i den nordiska riskkapitalmarknaden. Det andra fördjupningsområdet syftar till att jämföra Sjätte AP-fondens strategi och mål med ett urval av andra riskkapitalinvestorer som ofta anses vara goda exempel för att identifiera möjligheter att fortsätta utveckla fondens verksamhet. Sjätte AP-fonden har ett unikt uppdrag som försvårar en jämförelse med andra riskkapitalinvestorer. För att göra bästa möjliga

jämförelse jämförs hela Sjötte AP-fonden med riskkapitalinvestorer kopplade till andra pensionssystem i andra länder. Sjötte AP-fondens tre största affärsområden AP Direktinvesteringar, AP Fondinvesteringar och AP Partnerinvesteringar som idag förvaltar ~90% av Sjötte AP-fondens kapital jämförs med ett urval av svenska direktinvestorer och fondinvestorer aktiva på riskkapitalmarknaden. Jämförelsen baseras på en kombination av publik information och intervjuer. Vi vill därför rikta ett speciellt tack till representanter från CPP Private Equity, ATP Private Equity och AlpInvest i Holland. Vi vill också tacka representanter från de riskkapitalinvestorer i Sverige som vi intervjuat.

Utvärderingsarbetet har pågått från december 2010 till mars 2011 och har genomförts i en kontinuerlig process med fonderna. Stor vikt har lagts vid att skapa en god förståelse för fondernas verksamhet, speciellt givet det fortsatta förändringsarbete som fonderna genomfört under 2010.

2. AP-fondernas roll, utveckling och omvärld 2001-2010

I det här kapitlet beskrivs AP-fondernas roll i det svenska pensionssystemet och buffertfondernas (Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna) utveckling 2001-2010, med fokus på deras påverkan på inkomstpensionssystemet samt hur de utvecklats i jämförelse med kapitalmarknaderna och ett urval av utländska pensionsfonder.

AP-FONDERNAS ROLL I DET SVENSKA PENSIONSSYSTEMET

De sex AP-fonderna utgör en del av det svenska systemet för allmän pension, vilket är en av tre delar i det svenska pensionssystemet (Bild 2). De två andra delarna är tjänstepensionen, som är en tjänsteförmån från arbetsgivaren, och det privata sparandet.

Dagens svenska system för allmän pension är resultatet av en bred partiuppgörelse från 1998 med syfte att reformera den då gällande folkpensionen och ATP. I dagens system betalas varje år 18,5% av den totala lönesumman in till allmän pension¹, varav 16% går till att finansiera inkomstpensionen och resterande 2,5% går till Pensionsmyndigheten och sparas på individuella premiepensionskonton.

De årliga inbetalningarna till inkomstpensionen finansierar pensionsutbetalningar till dagens pensionärer (ett så kallat "pay as you go"-system). En grundtanke med det svenska inkomstpensionssystemet är att det ska vara självfinansierande, vilket betyder att staten inte ska behöva höja pensionsavgifterna (16% av lönesumman) eller låna pengar för att betala ut inkomstpensionen. 2001 omorganiserades Första till Fjärde AP-fonderna samt Sjätte AP-fonden till så kallade buffertfonder. Syftet med Första till Fjärde AP-fonderna är att jämna ut perioder av löpande över- och underskott mellan inbetalningar av pensionsavgifter och utbetalningar av pensioner och att långsiktigt generera avkastning för att öka stabiliteten i inkomstpensionssystemet. Sjätte AP-fonden är en stängd fond, utan in- och utflöden. Inkomstpensionssystemets finansiella ställning uttrycks i ett så kallat balanstal och definieras som inkomstpensionssystemets tillgångar dividerat med inkomstpensionssystemets skulder. Tillgångarna består av framtida inbetalningar och buffertfonderna. De framtida inbetalningarna bestäms främst av befolkningstillväxt, arbetskraftdeltagande, ekonomisk tillväxt och löneökningstakt.

Inkomstpensionssystemets skulder består av framtida pensionsutbetalningar och bestäms främst av antalet pensionärer, genomsnittlig livslängd, löneökningstakt samt upp- och nedskrivningar av pensionsrätterna baserat på systemets balansering.

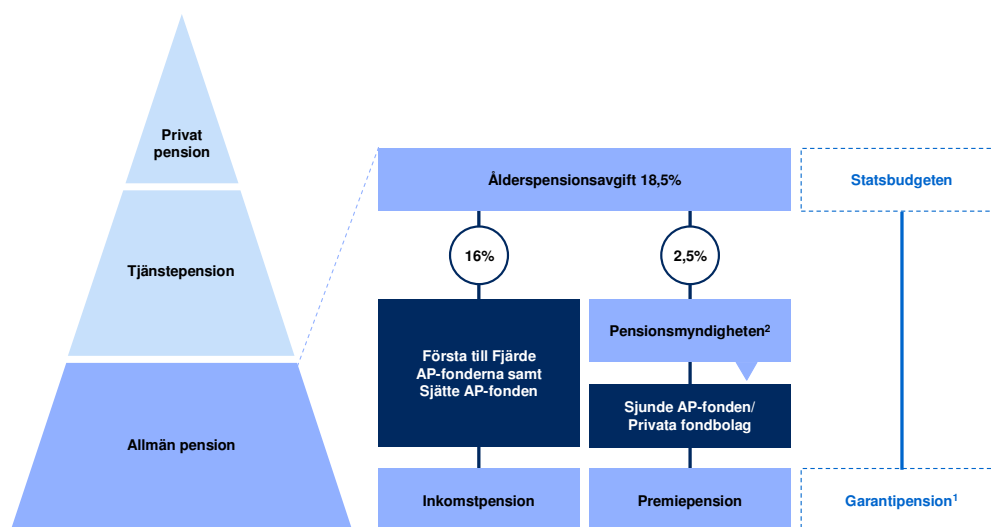
¹ Av dessa 18,5% går maximalt 7,5 inkomstbasbelopp (SEK 383 250 år 2010) till pensionssystemet, medan ett eventuellt överskott går till statskassan

Om balanstalet överstiger 1,0 skrivs pensionsrätterna upp baserat på löneökningstakten, som mäts genom inkomstindex. Understiger däremot balanstalet 1,0 är skulderna större än tillgångarna och en automatisk balansering aktiveras, vilket betyder att värdet av pensionsrätterna skrivs upp med en lägre faktor än löneökningstakten. Löneökningstakten mäts som förändringar i inkomstindex. Detta innebär att inkomstpensionen kan sänkas om inkomstpensionssystemet inte balanserar. Om balanstalet understiger 1,0 justeras uppskrivningstakten av pensionsrätterna med ett års förskjutning. Kombinationen av att inkomstpensionssystemet är avgiftsbestämt, att pensionsskulderna tar hänsyn till demografisk utveckling och att det finns en automatisk balansering gör systemet självförsörjande.

Buffertfonderna ska också verka självständigt och ha egna placeringspolicys, ägarpolicys och riskhanteringsplaner inom ramen för sitt uppdrag och placeringsregler. Första till Fjärde AP-fonderna regleras i lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192) och Sjätte AP-fonden i lagen om Sjätte AP-fonden (2000:193, 2007:709).

Bild 2

AP-fondernas roll i svenska pensionssystemet



1 Garantipension för de med låg eller ingen inkomst som finansieras med skatter
 2 1 januari 2010 togs Premiépensionsmyndighetens (PPM) uppgifter över av Pensionsmyndigheten
 KÄLLA: Försäkringskassan

Premiepensionen syftar till att varje arbetstagare ska kunna påverka en del av den allmänna pensionen genom att välja hur pensionsmedlen investeras. Alla arbetstagare kan välja mellan ~800 fonder i premiépensionssystemet. Sjunde AP-fonden införde en ny förvaltningsmodell 2010 och inom ramen för den nya modellen förvaltar Sjunde AP-fonden sedan maj 2010 två fonder: AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Dessa fonder kombineras i AP7 SÅFA som förvaltar premiépensionen för de arbetstagare som inte

aktivt väljer fondförvaltare. Sjunde AP-fonden erbjuder utöver förvalsalternativet fem ytterligare fondportföljer som kan väljas av alla arbetstagare i konkurrens med de övriga ~800 fonderna. Dessa fem fondportföljer inkluderar de två byggstensfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond samt tre statliga fondportföljer som består av olika kombinationer av de två byggstensfonderna. Sjunde AP-fonden regleras i lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192).

BUFFERTFONDERNAS UTVECKLING OCH OMVÄRLD 2001-2010

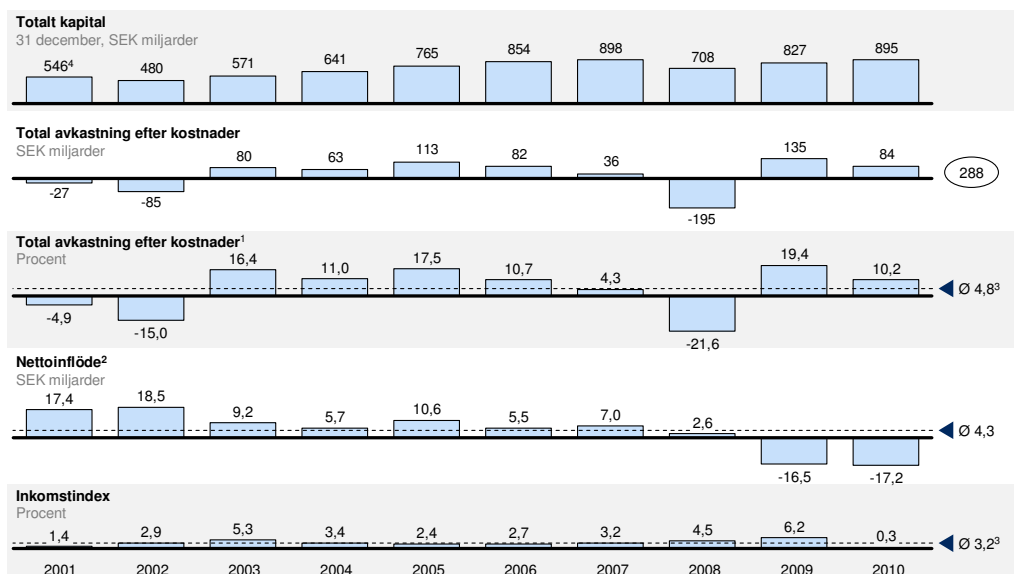
Sedan januari 2001 har buffertfondernas kapital växt från SEK 554 miljarder till SEK 895 miljarder och buffertfondernas avkastning efter kostnader har bidragit med SEK 288 miljarder av tillväxten. Det här motsvarar en genomsnittlig avkastning på 4,8% per år jämfört med inkomstindex som under samma period var 3,2% per år. Buffertfonderna avkastade under 2010 SEK 84 miljarder efter kostnader. Värt att notera är att nettoinflödet var negativt under 2009 och 2010 till skillnad från tidigare då buffertfonderna hade ett positivt nettoinflöde (Bild 3).

Bild 3

Buffertfondernas utveckling 2001–2010

○ Total 2001-2010

Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna



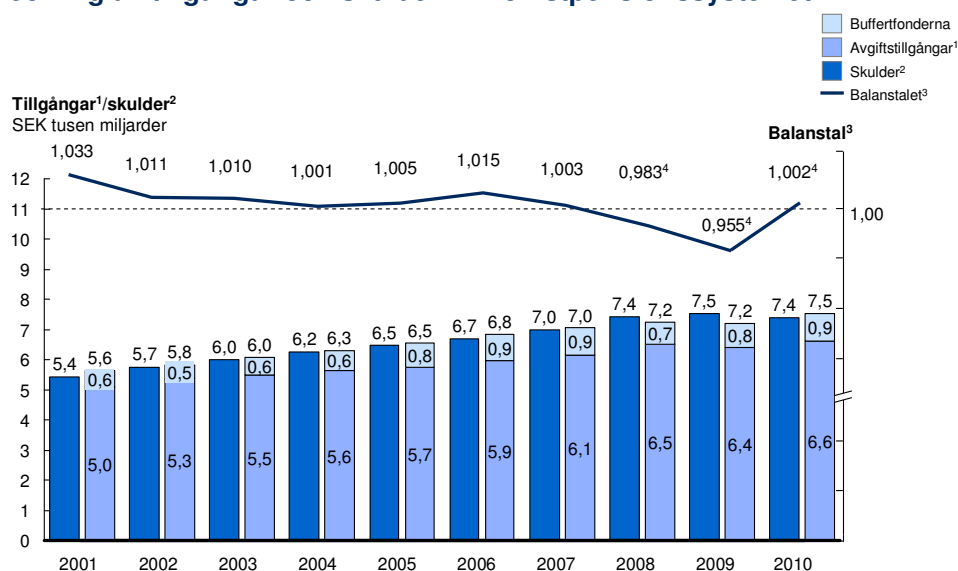
1 Avkastning per fond viktat med genomsnittligt kapital
 2 Inkluderar även vissa kostnadsposter
 3 Aritmetiskt snitt
 4 31 december 2001. Totalt kapital 1 januari 2001 SEK 554 miljarder
 KÄLLA: AP-fonderna; McKinsey-analys

Fram till 2007 balanserade inkomstpensionssystemet varje år (balanstalet översteg 1,0) (Bild 4). Skulderna i systemet växte fram till 2007 mer än avgiftstillgångarna, men buffertfondernas utveckling gjorde att systemet balanserade. Till följd av detta skrevs under 2001-2009 inkomstpensionen upp varje år med mellan 0,8% och 4,5%. 2008 var

första året som inkomstpensionssystemet inte balanserade (balanstalet understeg 1,0). Under 2008 växte skulderna mer än avgiftstillgångarna i systemet, vilket tillsammans med buffertfondernas svaga utveckling ledde till att balanstalet för första gången understeg 1,0. Som följd av detta skrevs inkomstpensionen för första gången ner 2010, givet fördröjningen i systemet på ett år. För att utjämna påverkan på inkomstpensionen beslutade Riksdagen 2009 att balanstalet från och med 2008 ska beräknas baserat på ett genomsnittligt värde på buffertfonderna under tre år. Detta innebar att inkomstpensionen 2010 skrevs ner med 3% istället för 4,5%. Inte heller 2009 balanserade systemet trots buffertfondernas starka utveckling, vilket bidrog till att inkomstpensionen 2011 skrevs ner med 4,3%.

Bild 4

Utveckling av tillgångar och skulder i inkomstpensionssystemet



1 Bestäms av befolkningstillväxt, arbetskraftdeltagande, ekonomisk tillväxt och löneökningstakt
 2 Bestäms av antal pensionärer, genomsnittlig livslängd och löneökningstakt
 3 Balanstalet = buffertfonderna plus framtida inbetalningar dividerat med framtida utbetalningar för inkomstpension. Balanstalet ligger till grund för pensionsutbetalningar två år senare
 4 Uträkningen ändrades i proposition 2008/09:219 genom att värdet på buffertfonderna räknas som genomsnitt av de 3 senaste åren. Enligt den tidigare definitionen var balanstalet 1,0139 för 2010

KÄLLA: Försäkringskassan; Pensionsmyndigheten; McKinsey-analys

2010 ökade balanstalet och översteg återigen 1,0. Att balanstalet 2010 översteg 1,0 beror framförallt på tillväxten i avgiftstillgångarna och buffertfondernas utveckling, men även på en minskning av pensionsskulderna. En anledning till att pensionsskulderna minskade är nedskrivningar av pensionsrätterna till följd av föregående års automatiska balanseringar. Till följd av utvecklingen 2010 kommer inkomstpensionen 2012 att skrivas upp baserat på inkomstindex. Sammantaget under hela perioden 2001-2010 har buffertfonderna bidragit positivt till balansen i systemet. Utan tillväxten i buffertfonderna skulle den automatiska balanseringen ha aktiverats vid flera tillfällen redan före 2008.

Buffertfonderna hade i slutet av 2010 i genomsnitt 54% av sitt kapital investerat i noterade aktier (varav 17% i svenska aktier och 37% i utländska aktier), 34% i

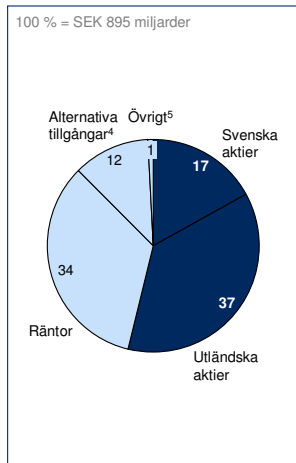
räntebärande värdepapper, 12% i alternativa tillgångar och 1% i andra tillgångar. Fonderna har en stor andel investerat i aktier för att långsiktigt kunna uppnå en högre avkastning. Buffertfondernas höga andel aktier i portföljen innebär att utvecklingen på aktiemarknaderna i hög utsträckning påverkar fondernas avkastning. 2010 avkastade Stockholmsbörsen 26,9% och utländska aktier 6,1% mätt i svenska kronor. Under hela perioden 2001-2010 avkastade Stockholmsbörsen i genomsnitt 6,5% per år och utländska aktier -1,1% per år. Således har den höga andelen svenska aktier under perioden 2001-2010 bidragit positivt till fondernas resultat. Det är svårt att förutse utvecklingen på kapitalmarknaderna, men i ett historiskt perspektiv är 2001-2010 en svag period för investeringar i aktier. Drivet av två stora börsfall 2001-2002 och 2008 har aktier inte givit en lika stor premium gentemot obligationer under tioårsperioden jämfört med tidigare historiska perioder (Bild 5).

Buffertfondernas utveckling kan också jämföras med utländska pensionsfonder med liknande uppdrag i respektive lands pensionssystem. En direkt jämförelse av avkastningen är svår på grund av olika uppdrag, placeringsregler, valutaeffekter och utveckling på fondernas hemmamarknader, men utgör en intressant referens. En jämförelse av rapporterad avkastning i lokal valuta visar att buffertfonderna 2010 genererade en högre avkastning än genomsnittet av de jämförda utländska pensionsfonderna (Bild 6). Även buffertfondernas avkastning under de senaste fem åren överstiger genomsnittet av de jämförda fonderna. En viktig orsak till buffertfondernas relativt starka utveckling är att den svenska aktiemarknaden genererade högre avkastning än de flesta utländska pensionsfondernas hemmaaktiemarknader. Svenska aktiemarknaden (MSCI Sweden) avkastade 2006-2010 i genomsnitt 3,5% per år, jämfört med mellan -4,4% och 6,5% per år för de utländska pensionsfondernas hemmaaktiemarknader. Den enda utländska pensionsfonden i jämförelsen som hade en starkare utveckling på hemmamarknaden är ATP i Danmark. Köpenhamnsbörsen (MSCI Denmark) avkastade 2006-2010 i genomsnitt 6,5% per år.

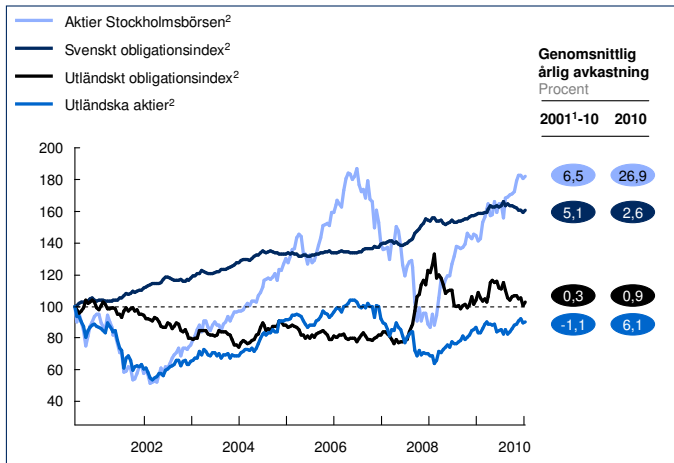
Bild 5

Buffertfondernas allokering och utveckling på underliggande marknader

**Buffertfondernas³
kapitalallokering**
31 december 2010



Utveckling på underliggande marknader 2001¹-2010 (SEK)
Index = 100 år 2001¹



1 1 juli 2001

2 MSCI Sweden, globala aktier (MSCI World) i SEK men ej valutasäkrat, obligationsindex Sverige (Svenska Statsobligationer 5 år), US 5 year

Government bonds i SEK men ej valutasäkrat

3 AP 1-4 och AP6

4 Private Equity, Hedgefonder, fastigheter, skogs- och jordbruksfastigheter, konvertibler (Från 2009 för AP2), "Nya Strategier" (t.ex.

katastrofobligationer, Micro-cap fond, konvertibelfond för AP3) och AP6

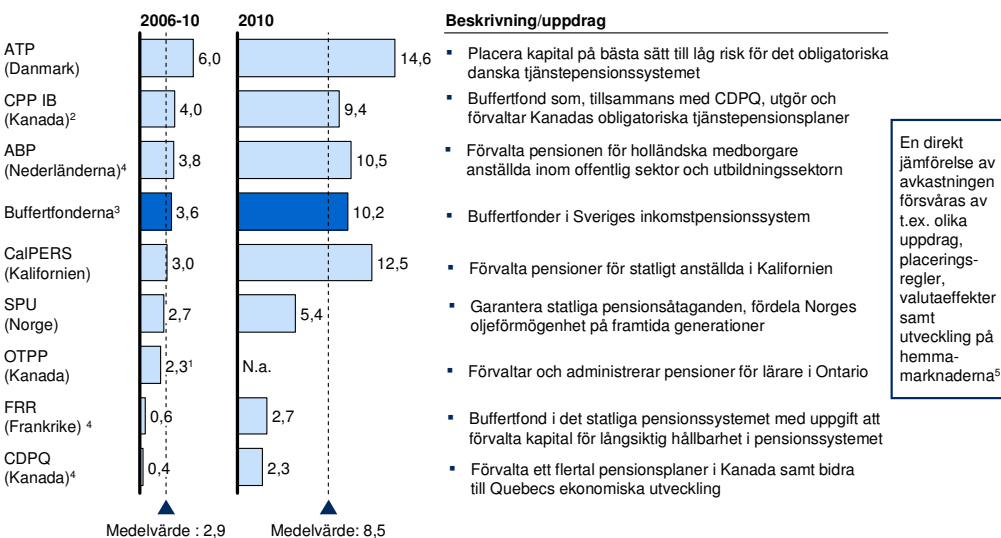
5 Overlaymandat, TAA, etc.

KÄLLA: Affärsvärlden; MSCI; OMX; Datastream; Statistiska Centralbyrån; Svenska Försäkringskassan; McKinsey-analys

Bild 6

Buffertfondernas avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder

Rapporterad årlig nominell avkastning; Procent (lokal valuta)



1 2006-2009; 2 Jan - Dec 2010 (redovisar April - Mars); 3 AP1-4 och AP6; 4 Q1-Q3 2010; 5 2006-2010: Danmark (MSCI Danmark) +6,53 % per år, Kanada (MSCI Canada) +2,74 % per år, Nederländerna (MSCI Netherland) -2,73 % per år, Sverige (MSCI Sweden) +3,47 % per år, USA (MSCI USA) -0,18 % per år, Frankrike (MSCI France) -4,40 % per år

KÄLLA: Årsredovisningar; Datastream; McKinsey-analys

3. Sammanfattning och identifierade frågeställningar

Det här kapitlet sammanfattar utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2010 i tre avsnitt: Första till Fjärde AP-fonderna, Sjätte AP-fonden och Sjunde AP-fonden. I avsnittet om Första till Fjärde AP-fonderna sammanfattas både den grundläggande utvärderingen av fondernas verksamhet 2010 och fördjupningsområdet om implikationer av fondernas nya strategier. I avsnittet om Sjätte AP-fonden sammanfattas både den grundläggande utvärderingen av fondens verksamhet 2010 och fördjupningsområdet om fondens strategi och mål. I slutet av varje avsnitt presenteras ett antal frågeställningar som baserat på utvärderingen bedöms vara viktiga att diskutera för att fortsätta utveckla fondernas verksamhet.

FÖRSTA TILL FJÄRDE AP-FONDERNA 2001¹–2010

Första till Fjärde AP-fondernas uppdrag är att fungera som buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet och maximera avkastningen till låg risk. Risk och avkastning ska tolkas i termer av utgående pensioner. Fonderna ska enligt uppdraget inte ta närings- eller ekonomiskpolitisk hänsyn².

Sedan 1 juli 2001 har Första till Fjärde AP-fonderna totalt genererat en avkastning efter kostnader på SEK 305 miljarder eller 4,5% per år (Bild 7). Andra AP-fonden har under perioden haft högst avkastning med SEK 80 miljarder eller 4,7% per år följt av Tredje AP-fonden med SEK 78 miljarder eller 4,6% per år, Första AP-fonden SEK 77 miljarder eller 4,5% per år och Fjärde AP-fonden med SEK 70 miljarder eller 4,2% per år. Utvecklingen 2010 bidrog positivt till avkastningen under perioden och varierade för fonderna mellan SEK 18 miljarder och SEK 22 miljarder eller 9,0% och 11,0%. Trots detta uppnådde ingen av Första till Fjärde AP-fonderna 2001–2010 sina nominella målsättningar, vilka för perioden varierar mellan 5,5% och 6,1%.

Under perioden 2001–2010 uppgick Första till Fjärde AP-fondernas totala redovisade kostnader till SEK 9,7 miljarder eller i genomsnitt 0,14% av kapitalet per år. 2010 var fondernas totala redovisade kostnader SEK 1,1 miljarder eller 0,14% av kapitalet. Fjärde AP-fonden redovisade 2010 kostnader på SEK 0,21 miljarder (0,10%), Första AP-fonden SEK 0,27 miljarder (0,13%), Tredje AP-fonden SEK 0,30 miljarder (0,14%) samt Andra AP-fonden SEK 0,36 miljarder (0,17%). Som referens kan nämnas att flera av de

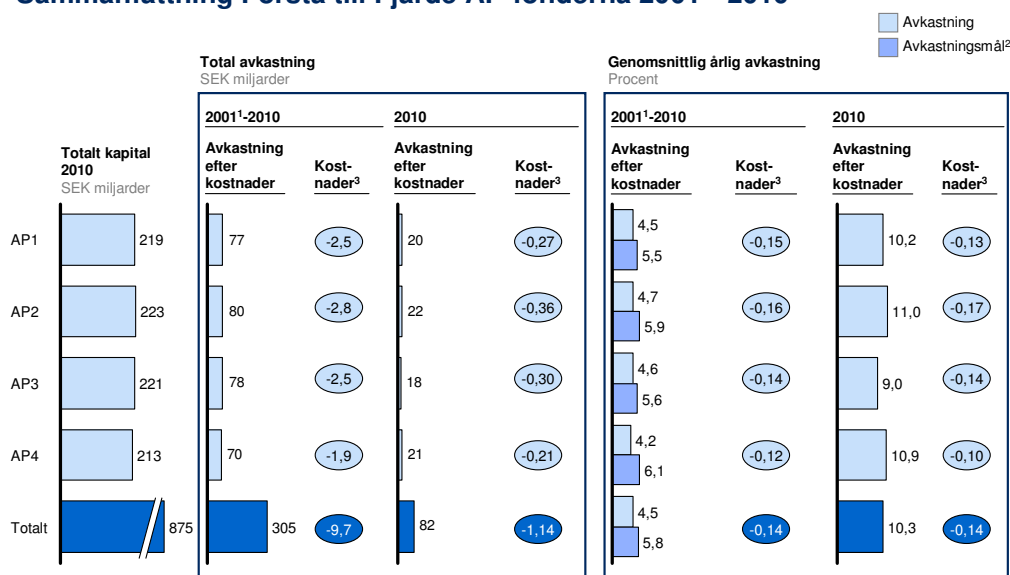
¹ Avser 1 juli 2001

² Lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192), Propositionen om AP-fonden i det reformerade pensionssystemet (1999/2000:46)

utländska pensionsfonder som buffertfonderna jämförs med i årets fördjupningsområde 2009/2010 redovisade högre förvaltningskostnader (mellan ~0,10% och ~0,30% av förvaltat kapital, med ett genomsnitt på ~0,20%). Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till vilken investeringsstrategi fonderna har och vilken avkastning de skapar. En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare eller ledande intern kompetens bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden. En direkt jämförelse av fondernas redovisade kostnader försåras också av att prestationsbaserade kostnader ofta inte redovisas som kostnader utan ingår i nettoresultatet för tillgångarna, samt att förvaltningskostnader för onoterade tillgångar där återbetalning medges innan vinstdelning redovisas som del av ingående marknadsvärde.

Bild 7

Sammanfattning Första till Fjärde AP-fonderna 2001¹–2010



1 1 juli 2001

2 Nominella avkastningsmål; Andra till Fjärde AP-fondernas reala avkastningsmål har justerats med genomsnittlig inflation för perioden (för inflationsberäkningen används årlig inflationstakt mätt månadsvis från SCB)

3 Kostnader från årsredovisningar: rörelsens kostnader (personalkostnader, övriga förvaltningskostnader) samt provisionskostnader; exklusive management fees och andra prestationsbaserade arvoden till externa förvaltare. I procent beräknat som andel av genomsnittet av ingående och utgående marknadsvärden, och för perioden 2001-2010 som genomsnittet för årskostnaden för de tio åren

KÄLLA: AP-fonderna; SCB; McKinsey-analys

Skillnaden i avkastning mellan Första till Fjärde AP-fonderna är relativt liten i jämförelse med urvalet av utländska pensionsfonder i kapitel 2. De utländska pensionsfonderna genererade 2010 en avkastning på mellan 2,3% och 14,6% och 2006-2010 en avkastning på mellan 0,4% och 6,0% per år. Första till Fjärde AP-fonden genererade 2010 en avkastning på mellan 9,0% och 11,0% och 2006-2010 mellan 3,2% och 3,8% per år. Den relativt mindre skillnaden drivs i hög utsträckning av att skillnaderna mellan AP-fondernas allokering mellan olika tillgångsslag och geografiska marknader är mindre än skillnaden mellan de utländska fondernas allokering.

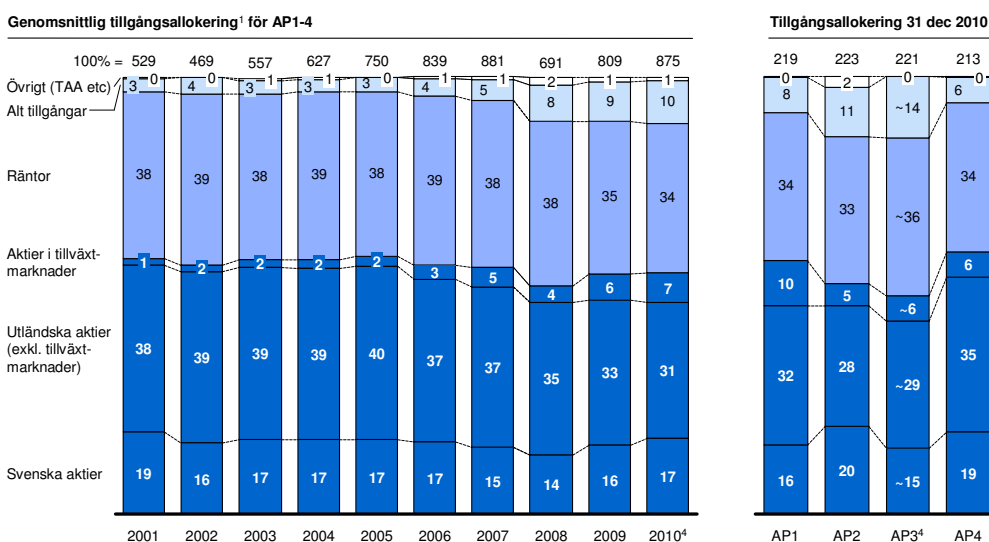
Första till Fjärde AP-fonderna arbetar idag på olika sätt med aktiv förvaltning (och har olika definitioner av vad som inkluderas i aktiv förvaltning), vilket försvårar jämförelser mellan fonderna. Första AP-fonden rapporterar inte längre resultatet från sin aktiva förvaltning på totalportföljnivå och följer internt endast upp resultaten på mandatnivå. Gemensamt för alla fyra fonderna är dock att de 2010 uppnådde positiv aktiv avkastning som gav ett positivt bidrag till den totala avkastningen. Under den senaste femårsperioden har Första och Tredje AP-fonderna genererat en positiv ackumulerad aktiv avkastning, medan Andra och Fjärde AP-fonderna har genererat en negativ ackumulerad aktiv avkastning drivet av utvecklingen 2007-2008. Resultaten från fondernas aktiva förvaltning presenteras i mer detalj i kapitel 4-7 om respektive fond.

Första till Fjärde AP-fondernas aggregerade faktiska tillgångsallokering har sedan 2001 varit relativt stabil. Andelen svenska aktier har varierat mellan 19% och 14% och utländska aktier mellan 38% och 42% (Bild 8). Sedan 2005 har fonderna dock successivt ökat allokeringen till alternativa tillgångar från 3% till 10%. Givet fondernas ambition att fortsätta öka fokus på alternativa tillgångar kan andelen förväntas fortsätta öka i framtiden. Dock begränsas fonderna av sina placeringsregler, som bland annat reglerar hur mycket fonderna får investera i onoterade tillgångar (max 5%). För investeringar i fastigheter finns dock inga begränsningar. Fonderna har också inom utländska aktier ökat andelen aktier i tillväxtmarknader successivt och vid utgången av 2010 hade fonderna 7% investerat i aktier i tillväxtmarknader. Fondernas aktieallokering skiljer sig dock från den globala aktiemarknaden, med övervikt i Sverige och undervikt i tillväxtmarknader.

Bild 8

Faktisk tillgångsallokering Första till Fjärde AP-fonderna

% av fondernas faktiska portfölj; 100 % = SEK miljarder



1 Årlig genomsnittlig tillgångsallokering

2 Overlaymandat, TAA, etc.

3 Alternativa tillgångar består av fastigheter, Private Equity, Hedgefonder, konvertibler (Från 2009 för AP2), "Nya Strategier" (till exempel katastrofobligationer, Micro-cap-fond, konvertibelfond för AP3)

4 Tillgångsallokeringen för AP3 2010 är indikativ då en exakt konvertering av riskklasser till tillgångsklasser ej kan göras

KÄLLA: AP-fonderna; McKinsey-analys

En jämförelse av fonderna vid utgången av 2010 visar att Fjärde AP-fonden har högst andel av kapitalet investerat i noterade aktier (60%) och, tillsammans med Andra AP-fonden, den högsta andelen svenska aktier (19% respektive 20%). Tredje AP-fonden hade den lägsta andelen noterade aktier (~50%) och den högsta andelen alternativa tillgångar (~14%). Skillnaden i exponering mot aktiemarknaderna, och speciellt Sverige som utvecklades starkt 2010, är en viktig orsak till skillnaderna i fondernas avkastning 2010. Det är värt att notera att Tredje AP-fonden från och med 2010 baserar sin allokering på riskklasser istället för tillgångsklasser, varför angiven tillgångsallokering för fonden är approximativ.

I årets utvärdering är ett av två fördjupningsområden implikationer av nya strategier för Första till Fjärde AP-fonderna. Syftet med fördjupningsområdet är att beskriva hur Första till Fjärde AP-fonderna förändrat sina förvaltningsmodeller sedan 2008 och hur AP-fondernas förvaltningsmodeller idag jämför sig med utländska pensionsfonders förvaltningsmodeller. Jämförelsen fokuserar på sex områden: målsättningar, investeringsstrategi och beslutsmandat för styrelse respektive VD, allokering, organisation och resurser, kostnadsnivå för förvaltningen och placeringsregler. De utländska pensionsfonderna i jämförelsen är CPP och OTPP i Kanada, ATP i Danmark, ABP/APG¹ i Nederländerna och samt SPU i Norge. Dessa fonder anses ofta vara goda exempel. Hela utvärderingen av fördjupningsområdet presenteras i kapitel 10.

Första till Fjärde AP-fonden har alla genomfört viktiga förändringar i sina förvaltningsmodeller under perioden 2008-2010. De fyra fonderna har gjort olika förändringar, vilket innebär att det är större skillnad mellan fondernas förvaltningsmodeller idag än för ett par år sedan. Gemensamt för fonderna är att de i olika utsträckning ökat fokus på medelfristig/"dynamisk" allokering och analys av sin exponering mot olika typer av risker. Fonderna har också ökat fokus på alternativa investeringar och flera av fonderna har infört absoluta mål för den aktiva förvaltningen. Fondernas övergripande målsättningar, fondernas kostnader för förvaltningen och fondernas placeringsregler har inte förändrats sedan 2008 (Bild 9).

¹ ABP är pensionsfonden och APG förvaltningsorganisationen som också förvaltar kapital för andra pensionsfonder. I detta fördjupningsarbete har endast APGs förvaltning för ABPs räkning analyserats

Bild 9

Första till Fjärde AP-fondernas förvaltningsmodeller och förändringar 2008-2010

	AP1	AP2	AP3	AP4
Målsättning⁵	<ul style="list-style-type: none"> Övergripande mål: 5,5 % nominellt (~3,8 % reall²) Aktiv avkastning: Inget övergripande mål 	<ul style="list-style-type: none"> Övergripande mål: 5,0 % reall Aktiv avkastning: 0,5 % 	<ul style="list-style-type: none"> Övergripande mål: 4,0 % reall Aktiv avkastning: Absolut-avkastande >600 mkr; Beta kostnadseffektiv 	<ul style="list-style-type: none"> Övergripande mål: 4,5 % reall Aktiv avkastning⁴: 50 bp över index
Investeringsstrategi och beslut	<ul style="list-style-type: none"> Dynamisk allokering Investeringsledning sätter strategisk portfölj (~5 år) och målportfölj (1-1,5 år) Styrelsen bestämmer riskmandat till VD VD bestämmer allokering genom implementeringsmandat Koncentrerad intern aktieförvaltning Ej löpande rebalansering 	<ul style="list-style-type: none"> Styrelse bestämmer långsiktig strategisk portfölj (>5 år) baserat på ALM TAA-grupp bestämmer taktisk allokering och aktiv förvaltning inom ramen för aktiv riskbudget Löpande intervallstyrd rebalansering 	<ul style="list-style-type: none"> Dynamisk allokeringsmodell (1-3 år) utifrån riskklasser baserat på bl.a. konjunkturprognos Styrelsen bestämmer allokeringsramar (t.ex. aktierisk +5 %-10 %) per riskklass; VD allokering inom styrelsens ramar Ej löpande rebalansering 	<ul style="list-style-type: none"> Styrelsen bestämmer normalportfölj (40 års sikt) genom ALM och strategisk portfölj (3-5 års sikt) för att utnyttja felprissättningar TAA-grupp bestämmer taktisk portfölj för aktiv förvaltning Löpande intervallstyrd rebalansering
Allokering 2010 (förändring 2007-10)	<ul style="list-style-type: none"> Utifrån tillgångsslag Alt. inv: 8% (+5 p.e.), varav PE: 2% (+1 p.e.) Ökat fokus på riskklasser och diversifiering genom alt. inv. 	<ul style="list-style-type: none"> Utifrån tillgångsslag Alt. inv: 11 % (+6 p.e.), varav PE: 3% (+2 p.e.) Ökat fokus på alternativa inv. och tillväxtmarknader 	<ul style="list-style-type: none"> Utifrån riskklasser Alt. inv: 14 % (+6 p.e.), varav PE: 5% (+1 p.e.) Ökat fokus på fastigheter (bl a som skydd mot inflationsrisk) 	<ul style="list-style-type: none"> Utifrån tillgångsslag Alt. inv: 6 % (+2 p.e.), varav PE: 1% (+0 p.e.) Ökat fokus på fastigheter
Organisation och resurser	<ul style="list-style-type: none"> 44 anställda Extern förvaltning: 44 % Allokering intern Ökad andel aktiv förvaltning internt; mer strategisk istället för kvantbaserad handel 	<ul style="list-style-type: none"> 52 anställda Extern förvaltning: ~23 % Färre interna förvaltningsmandat 	<ul style="list-style-type: none"> 56 anställda Extern förvaltning: 37 % av betaportfölj, 50 % av aktiv risk Förvaltning av passiva aktiemandat internt sedan 2009 	<ul style="list-style-type: none"> 51 anställda Extern förvaltning: 23 % Bygger intern kompetens inom alternativa investeringar
Kostnadsnivå 2010² (förändring 2007-10)	<ul style="list-style-type: none"> 0,13% (-0,022 p.e.) Besparingsprogram 2009 	<ul style="list-style-type: none"> 0,17% (+0,039 p.e.) 	<ul style="list-style-type: none"> 0,14% (+0,004 p.e.) Besparingsprogram 2009 	<ul style="list-style-type: none"> 0,10% (-0,021 p.e.)
Placeringsregler¹	<ul style="list-style-type: none"> Räntor ≥ 30 % Onoterade aktier: < 5 % Inga råvaror Maximal ägarandel: 10%/30% noterat/onoterat 			

1 Ej uttömmande; viktigaste reglerna 2 Förelsens kostnader (personalkostnader & övriga förvaltningskostnader) samt provisionskostnader; exklusive rörliga ersättningar samt förvaltningskostnader för onoterade tillgångar som redovisas som del av ingående marknadsvärde 3 Enligt antagande från McKinsey om 1,7 % inflation 4 För den likvida portföljen 5 Det övergripande målet anges efter kostnader, medan målet för aktiv avkastning anges före kostnader

KÄLLA: Intervjuer; årsredovisningar; hemsidor; McKinsey-analys

En jämförelse mellan Första till Fjärde AP-fondernas och de utländska pensionsfondernas förvaltningsmodeller visar på flera likheter och skillnader (Bild 10). Sammanfattningsvis bedöms AP-fonderna sedan 2008 ha genomfört flera förändringar som innebär att de idag mer liknar flera av de utländska pensionsfonderna:

- AP-fonderna har ökat fokus på medelfristig”dynamisk” allokering och givit VD och förvaltningen mandat att ta beslut om kortsiktig och medelfristig allokering. Det här gäller främst Första och Tredje AP-fonderna. Flera av de utländska pensionsfonderna arbetar sedan flera år med högt fokus på medelfristig”dynamisk” allokering, till exempel CPP och OTPP i Kanada och ATP i Danmark.
- AP-fonderna har ökat fokus på att analysera sin exponering mot riskklasser. Tredje AP-fonden har gått längst och baserar sedan 2010 sin allokering helt på riskklasser istället för tillgångsslag. Två av de utländska pensionsfonderna, CPP i Kanada och ATP i Danmark, baserar sedan flera år sin allokering på riskklasser.
- AP-fonderna har ökat sina investeringar i alternativa tillgångar, i genomsnitt från 5% till 10% sedan 2007. De flesta utländska pensionsfonderna har också ökat sina investeringar i alternativa tillgångar. De flesta utländska fonderna har dock fortfarande betydligt mer alternativa tillgångar (2010 mellan 18% och 38%).

Sammanfattning av jämförelse med utländska pensionsfonder 2010

	AP1-AP4	CPP	OTPP	ATP	ABP/APG	SPU
Målsättning	<ul style="list-style-type: none"> 3,8–5,0% real avkastning Aktiv förvaltning: absolut eller inget mål (utom AP4) 	<ul style="list-style-type: none"> Externt mål: 4,2% real avkastning Internt mål: Slå referensportföljen efter kostnader över 1 och 4 år 	<ul style="list-style-type: none"> Slå referensportföljen efter kostnader över 4 år 	<ul style="list-style-type: none"> LIBOR + 5,0% nominellt efter kostnader Aktiv förvaltning: DKK 2 mrd, Sharpe-kvot >1 	<ul style="list-style-type: none"> 5,5% real avkastning Årlig utvärdering mot ett jämförelseindex per tillgångsslag (14 st) 	<ul style="list-style-type: none"> Relevant aktie- eller räntindex +25 bp (inkl. aktiv förvaltning)
Investeringsstrategi och beslut	<ul style="list-style-type: none"> Styrelsen fattar långsiktiga allokeringsbeslut och VD tar kort/medelfristiga beslut inom styrelsens mandat (AP1 & AP3) Rebalansering av styrelsebestämd tillgångsallokering (AP2 & AP4) 	<ul style="list-style-type: none"> Styrelsen godkänner referensportfölj och aktivt riskmandat VD/Förvaltning bestämmer allokering för att slå referensportföljindex på kort- och medelfristig sikt 	<ul style="list-style-type: none"> Långsiktigt fokus Styrelsen sätter referensportfölj och tillåten avvikelser Förvaltning bestämmer riskfördelning per tillgångsslag och strategi 	<ul style="list-style-type: none"> Styrelse sätter långsiktigt riskmål/-intervall Investeringskommitté⁵ bestämmer allokering över tillgångstyp, region etc. inom styrelsens intervall Hedgar skuldsida 	<ul style="list-style-type: none"> ABP sätter investeringsplan inkl. tillgångsallokering (vart 3:e år) APG fördelar mandat och rebalanserar portföljen 	<ul style="list-style-type: none"> Finansdepartementet sätter benchmarkportfölj och riskramar Förvaltningen fördelar mandat och rebalanserar portföljen Fokus på långsiktig taktisk allokering
Allokering	<ul style="list-style-type: none"> Baserad på tillgångsslag (AP3: riskklasser) ~10% alt. inv., 3% PE 	<ul style="list-style-type: none"> Baseras på riskklasser ~28 % alt. inv., 15% PE 	<ul style="list-style-type: none"> Baserad på tillgångsslag ~38% alt. inv., 10% PE 	<ul style="list-style-type: none"> Baseras på riskklasser ~20% alt. inv., 6% PE 	<ul style="list-style-type: none"> Baseras på tillgångsslag ~30% alt. inv., 5% PE 	<ul style="list-style-type: none"> Baseras på tillgångsslag 0% alt. inv., 0% PE
Organisation	<ul style="list-style-type: none"> 60-80 % intern förvaltning Viss ökning av interna mandat av kostnads skull AuM/FTE: SEK 4,3 mrd³ 	<ul style="list-style-type: none"> >80 % intern förvaltning Uttalat mål bygga intern kompetens Interna avd. för PE, PD⁵, infrastruktur, fastigheter & publ. inv. AuM/FTE: SEK 1,7 mrd³ 	<ul style="list-style-type: none"> >70 % intern förvaltning Interna avd. för direktinvesteringar i PE, fastigheter, infrastruktur etc. AuM/FTE: SEK 1,5 mrd³ 	<ul style="list-style-type: none"> >80 % intern förvaltning⁴ Helägda bolag hanterar alt. inv AuM/FTE: SEK 1,1 mrd³ 	<ul style="list-style-type: none"> >70 % intern förvaltning Uttalad ambition driva så mycket förvaltning internt som möjligt 	<ul style="list-style-type: none"> ~70 % intern förvaltning Bygger fastighetskompetens AuM/FTE: SEK 14,0 mrd³
Förvaltningskostnader¹	~0,10-0,15%	~0,20%	~0,30%	~0,10%	~0,30%	~0,15%
Placeringsregler⁷	<ul style="list-style-type: none"> Räntor > 30 % < 5 % onoterade tillgångar Inga råvaror 	<ul style="list-style-type: none"> Ej på tillgångs-slagsnivå Max 10 % av rösterna i ett enskilt företag 	<ul style="list-style-type: none"> Ej på tillgångs-slagsnivå 	<ul style="list-style-type: none"> <50 % valuta-exponering (20 % exkl. EUR) <10 % onoterade tillgångar 	<ul style="list-style-type: none"> Ej på tillgångs-slagsnivå (APB) Tillsynsmyndigheten reglerar risk-nivå utifrån solvens 	<ul style="list-style-type: none"> Aktier 60 % Räntor 35 % Fastigheter 5 %

1 Enligt senaste årsredovisning (2009/2010); 2 Med undantag för SPU; 3 AuM = förvaltad kapital, FTE = totalt antal anställda (enligt senaste årsredovisning); 4 Inklusive dotterbolag; 5 Investeringskommittén består av CIO, CIO-Investments, Co-CIO-Investments, Head of Equity, CFO och COO; 6 Private Debt; 7 Ej uttömmande (viktigaste placeringsreglerna)

KÄLLA: Intervjuer; årsredovisningar; hemsidor, McKinsey-analys

Baserat på jämförelsen bedöms också AP-fonderna idag skilja sig mot de utländska pensionsfonderna på flera områden:

- Flera av de utländska fonderna som ger VD och förvaltningen mandat att ta beslut om medelfristig/dynamisk allokering har ett relativt indexlänkat avkastningsmål för att följa upp resultatet av VDs och förvaltningens allokeringsbeslut. CPP i Kanada, som liksom AP-fonderna är en buffertfond, har både ett långsiktigt absolut mål (4,2% real avkastning per år) och det relativa målet att varje år och över en period på fyra år slå indexet för den referensportfölj som styrelsen fastslår.
- Flera av de utländska pensionsfonderna har under de senaste åren satsat på att bygga upp omfattande intern kompetens och förefaller idag ha större interna organisationer än Första till Fjärde AP-fonderna (i förhållande till sitt förvaltade kapital). En stor del av de utländska pensionsfondernas nya interna resurser fokuserar på investeringar i alternativa tillgångar, både via externa fonder och genom direktinvesteringar i onoterade bolag. AP-fonderna har under de senaste åren minskat antalet anställda.
- Det är svårt att jämföra nivån på olika fonders förvaltningskostnader, bland annat drivet av olika investeringsstrategier, kostnadsklassificeringar och redovisningsregler. Flera av de utländska fonderna förefaller dock ha ökat sina kostnader väsentligt under de senaste åren, samtidigt som AP-fondernas kostnader har varit relativt oförändrade (mätt som andel av förvaltad kapital). Sett till absolut

kostnadsnivå förefaller även flera av de utländska fonderna idag ha högre kostnader än AP-fonderna. De utländska fondernas uttalade strategi att bygga intern kompetens och investera mer i alternativa tillgångar med syftet att öka den långsiktiga avkastningen och skapa riskdiversifieringen bedöms vara två viktiga orsaker till deras ökade kostnader under de senaste åren och att de förefaller ha högre kostnader än AP-fonderna idag.

- Få av de utländska pensionsfonderna har placeringsregler på tillgångslagsnivå såsom Första till Fjärde AP-fonderna. De flesta utländska pensionsfonderna har mellan 18% och 38% investerat i alternativa tillgångar, varav mellan 5% och 15% i Private Equity. Med AP-fondernas maxgräns för onoterade aktier på 5% skulle de utländska fonderna behöva minska sina investeringar i Private Equity och med AP-fondernas maxgräns på 30% ägande i onoterade bolag och 10% i noterade bolag skulle flera av de utländska fonderna inte kunna göra de direktinvesteringar de gör idag.

□ □ □

Baserat på de förändringar som Första till Fjärde AP-fonderna genomfört i sina förvaltningsmodeller och jämförelsen med utländska pensionsfonder bedöms följande frågeställningar vara viktiga att diskutera för att fortsätta utveckla fondernas verksamhet:

- **Bör AP-fonderna (främst Första och Tredje AP-fonderna) komplettera sina långsiktiga absoluta målsättningar med indexlänkade mål för att bättre kunna följa upp den medelfristiga/”dynamiska” allokeringen?** Första till Fjärde AP-fonderna har idag ett långsiktigt absolut avkastningsmål på 3,8%-5,0% per år reall. Det här målet är svårt att använda för uppföljning på kort och medellång sikt (ett eller ett par år) givet stor volatilitet på kapitalmarknaderna. För Första och Tredje AP-fonderna särskiljer inte heller målet resultatet från styrelsens långsiktiga allokeringsbeslut och resultatet från VD:s och förvaltningens kort- och medelfristiga/”dynamiska” allokeringsbeslut. Flera utländska pensionsfonder har idag högt fokus på medelfristig/”dynamisk” allokering som beslutas av VD och förvaltningen och har, förutom långsiktiga absoluta mål, indexlänkade mål för att följa upp VD:s och förvaltningens allokeringsbeslut. Ett kompletterande indexlänkat mål har sannolikt både fördelar och möjliga nackdelar. Det kan skapa transparens och möjliggöra utvärdering av fondens medelfristiga/”dynamiska” allokering. Samtidigt är det viktigt att hitta rätt index och tidsperiod att mäta över. Det är också viktigt att fondernas primära fokus är på total avkastning och risk, snarare än på relativ avkastning och risk.
- **Finns det anledning för uppdragsgivaren att se över AP-fondernas placeringsregler för att säkerställa optimala förutsättningar för fondernas nya strategier?** De flesta ledande utländska pensionsfonder har idag en väsentligt högre

andel alternativa investeringar än AP-fonderna. Första till Fjärde AP-fonderna har idag i genomsnitt 10% alternativa investeringar, varav 3% i Private Equity. De utländska pensionsfonderna (förutom SPU i Norge) har idag mellan 18% och 38% alternativa investeringar, varav mellan 5% och 15% i Private Equity. Flera av de utländska pensionsfonderna gör idag också direktinvesteringar i onoterade aktier och kan då vara majoritetsägare i ett företag. Liksom AP-fonderna har de utländska pensionsfonderna en uttalad strategi att fortsätta öka andelen alternativa investeringar för att öka riskdiversifieringen, minska inflationsrisken och skapa högre avkastning. AP-fonderna skiljer sig idag jämfört med de flesta andra pensionsfonderna genom att ha placeringsregler från år 2000 som bland annat inte tillåter mer än 5% i onoterade aktier, investeringar i råvaror och en ägarandel över 30% i onoterade bolag och 10% i noterade bolag.

- **Finns det möjlighet för AP-fonderna att, enskilt eller i samarbete med andra fonder, bygga upp ny ledande intern kompetens för att bedriva nya strategier?** Det förefaller vara en trend bland ledande utländska pensionsfonder att bygga upp mer intern förvaltningskompetens för att öka kontrollen och kostnadseffektivitet i aktieförvaltningen, öka fokus på alternativa investeringar (till exempel infrastruktur, Private Equity-fonder, direktinvesteringar i onoterade aktier) och öka närvaron på tillväxtmarknader med egna lokala kontor. Det här har lett till att de utländska fonderna i jämförelsen har ökat antalet anställda (med mellan 5% och 55% sedan 2008). AP-fonderna har under de senaste åren minskat antalet anställda. AP-fondernas placeringsregler begränsar idag fondernas möjligheter att investera i Private Equity-fonder och direktägda onoterade bolag i samma utsträckning som flera av de utländska pensionsfonderna. Andra viktiga förutsättningar för att bygga upp ny ledande intern kompetens, eller samarbeta med andra fonder som har ledande kompetens, bedöms vara fondernas varumärke, storlek och möjlighet att erbjuda konkurrenskraftig ersättning till framgångsrika kapitalförvaltare. För att förstå vad som är rätt väg för AP-fonderna avseende satsning på ny ledande kompetens behöver man förstå deras förutsättningar idag och vad som eventuellt kan göras för att förbättra förutsättningarna.
- **Vad är rätt avvägning för AP-fonderna mellan ökande förvaltningskostnader och nya strategier?** Flera av de utländska pensionsfonderna (till exempel CPP i Kanada) som jämförts med AP-fonderna har under de senaste åren väsentligt ökat sina förvaltningskostnader och motiverar kostnadsökningen med att de satsar på att bygga mer intern ledande kompetens och öka fokus på alternativa investeringar för att därigenom bland annat öka riskspridningen och förbättra möjligheterna att generera hög avkastning. AP-fonderna har under de senaste åren haft relativt konstanta förvaltningskostnader. Det är svårt att jämföra kostnadsnivåer på grund av olika investeringsstrategier, redovisningsregler och kostnadsklassificeringar. Det förefaller dock idag som att AP-fonderna har lägre kostnader än flera av jämförelsefonderna. Samtidigt som det är viktigt att AP-fonderna bevakar kostnadsutvecklingen kan det krävas att förvaltningskostnaderna tillåts öka om

fonderna ska kunna fortsätta öka fokus på alternativa tillgångar och bygga ny intern kompetens.

SJÄTTE AP-FONDEN 1997–2010

Sjätte AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet, men skiljer sig från de andra fyra buffertfonderna i flera avseenden. Sjätte AP-fondens uppdrag¹ är att uppnå hög avkastning med tillfredställande riskspridning genom att investera i riskkapital främst i Sverige. Sjätte AP-fonden är också en stängd fond utan in- och utflöden. Detta gör att fonden behöver arbeta med likviditetsplanering för att kunna göra uppföljningsinvesteringar i portföljbolag, nyinvesteringar och täcka löpande kostnader.

Fondens kapital uppgick vid utgången av 2010 till totalt SEK 19,9 miljarder, uppdelat i en investeringsverksamhet (SEK 19,9 miljarder) samt en internbank² (SEK 0,0 miljarder). Sjätte AP-fondens totala kapital har 1997-2010 vuxit med SEK 9,5 miljarder, vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 4,7% per år. Under perioden 2003-2010, då en majoritet av fondkapitalet har varit investerat i fondens investeringsverksamhet, har Sjätte AP-fondens avkastning efter kostnader varit 7,0% per år. Det överstiger både styrelsens avkastningsmål för hela fonden på 6,8% per år och inkomstindex på 3,5% per år för perioden (Bild 11).

Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet genererade under perioden 2003-2010 en avkastning efter kostnader på 9,2% per år. Fondens avkastning i investeringsverksamheten är i hög grad driven av marknadssegmentet mogna bolag, som genererade 17,7% avkastning per år 2003-2010, medan expansionsbolag och noterade småbolag genererade -7,5% respektive 13,0%³ avkastning per år 2003-2010 (Bild 12).

Fondens kostnader under 2003-2010 har varierat mellan SEK 130 och 180 miljoner per år (0,80%-1,40% av förvaltad kapital per år). 2010 uppgick fondens kostnader till SEK 167 miljoner (0,88%).

¹ Sjätte AP-fondens uppdrag beskrivs lagarna 2000:193 och 2007:709 samt tillhörande förarbeten.

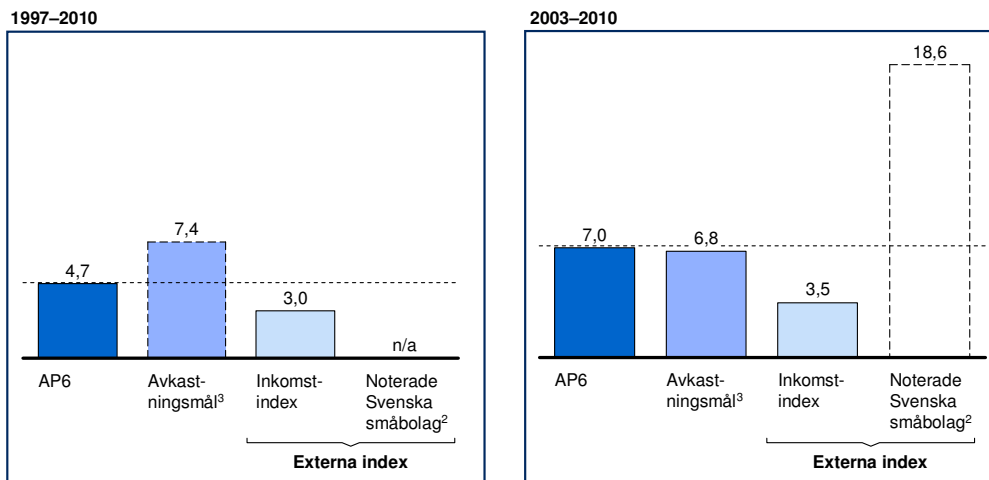
² Fram till 2003 förvaltade Sjätte AP-fonden en majoritet av sitt kapital i en likviditetsportfölj (numera den s.k. internbanken). Sjätte AP-fonden har idag också tillgång till en bankkredit på totalt SEK 3 miljarder

³ Noterade småbolag introducerades i portföljen vid utgången av 2005

Bild 11

Resultat Sjätte AP-fondens totala portfölj 1997–2010

Genomsnittlig årlig avkastning¹ efter totala kostnader; Procent



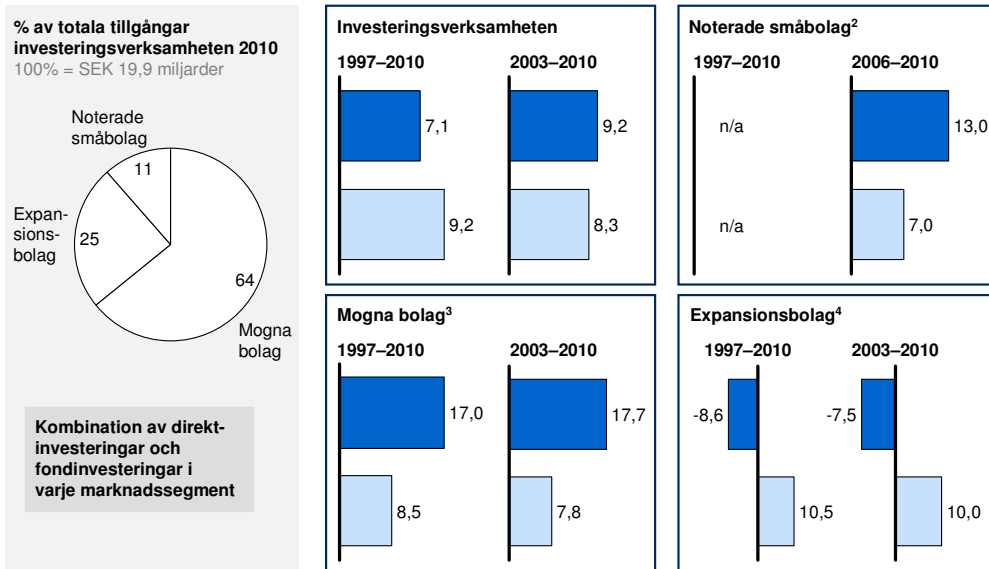
1 Nettoavkastning delat på ingående kapital
 2 Total return MSCI Swedish Smallcap
 3 Långsiktigt avkastningsmål sedan 2003: 4,5 % plus reporänta. Före 2003 var målet ett börsindex. Under 1997-2010 var reporäntan 2,9 % per år, under 2003-2010 var reporäntan 2,25 % per år
 KÄLLA: Sjötte AP-fonden; Datastream; McKinsey-analys

Bild 12

Resultat Sjötte AP-fondens investeringsverksamhet

IRR (efter externa kostnader); Procent

■ Sjötte AP-fonden
 ■ Internas avkastningsmål¹



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

I årets utvärdering är ett av två fördjupningsområden Sjätte AP-fondens strategi och mål. Syftet med fördjupningsområdet är att beskriva och jämföra Sjätte AP-fondens strategi och mål med ett urval av andra riskkapitalinvestorer som ofta anses vara goda exempel för att identifiera möjligheter att fortsätta utveckla fondens verksamhet. Urvalet av andra riskkapitalinvestorer består av tre kategorier av aktörer: riskkapitalinvestorer som är kopplade till statliga pensionssystem i andra länder, privata nordiska riskkapitalinvestorer som gör direktinvesteringar samt en kombination av statliga och privata nordiska fondinvestorer (aktörer som investerar i riskkapitalfonder). Hela utvärderingen av fördjupningsområdet presenteras i kapitel 11.

En genomgång av lagar och förarbeten från perioden 1995-2007 som beskriver Sjätte AP-fondens uppdrag visar att Sjätte AP-fonden har få begränsningar kring vilka typer av investeringar fonden får göra, men att fonden ska fokusera på investeringar i Sverige. Baserat på lagar och förarbeten har Sjätte AP-fondens styrelse tolkat fondens uppdrag genom att sätta en tredelad målsättning: att eftersträva en på lång sikt hög avkastning, att skapa en tillfredställande riskspridning och att främst investera i små och medelstora svenska företag för att därigenom bidra till svenskt näringsliv.

Sjätte AP-fonden arbetar idag med tre typer av avkastningsmål: Ett mål för totalportföljen som uppgår till reporäntan plus 4,5%, mål för hela investeringsverksamheten och för varje affärsområde baserat på fondens riskpremiemodell samt i vissa fall interna mål i affärsområdena. Riskpremiemodellen är baserad på CAPM¹ och beräknar ett avkastningskrav för varje enskild bolagsinvestering baserat på den riskfria räntan och ett påslag som beror på bolagets bransch, belåningsgrad och mognadsfas. Affärsområdenas avkastningsmål fås genom att aggregera målen enligt riskpremiemodellen för alla investeringar i affärsområdet och målet för hela investeringsverksamheten genom att aggregera målen för affärsområdena. För perioden 2003-2010 uppgick målen för affärsområdena enligt riskpremiemodellen till mellan ~6,5% och ~11% per år och för hela investeringsverksamheten var målet 8,3% per år (baserat på periodens faktiska genomsnittliga reporänta på 2,3%). Flera av affärsområdena sätter interna informella mål baserade på den bedömda risknivån i affärsområdets investeringar och jämförelse med konkurrenternas avkastningsmål i marknadssegmentet. De här målen är i flera affärsområden högre än de formella målen enligt riskpremiemodellen.

Sjätte AP-fondens verksamhet var under 2010 uppdelad i sju affärsområden. En genomlysning av affärsområdena vid utgången av 2010 visar att det största affärsområdet AP Direktinvesteringar förvaltar 39% av fondens kapital. Affärsområdet har sex innehav i fyra olika branscher, varav fastighetsbolaget Norrporten och banken Volvo Finans står för en majoritet av värdet. Affärsområdet AP Fondinvesteringar förvaltar 38% av fondens kapital och investerar främst i fonder och investmentbolag som investerar i mogna bolag samt i noterade små- och medelstora bolag i Norden. Affärsområdet AP

¹ CAPM, Capital Asset Pricing Model, beskriver sambandet mellan risk och förväntad avkastning och används ofta för att prissätta riskfyllda värdepapper

Partnerinvesteringar förvaltar 12% av fondens totala kapital och har investerat i ~20 olika bolag i ~8-10 olika branscher. Övriga ~10% av Sjätte AP-fondens kapital är idag investerat i ~30-40 expansionsbolag i de fyra affärsområdena AP Life Science, AP Nätverksinvesteringar, AP Konvertibel och AP Regionalinvesteringar.

En jämförelse av Sjätte AP-fondens investeringsstrategi med de jämförda riskkapitalinvesteringarna visar på flera skillnader (Bild 13). Sjätte AP-fonden är mindre än de flesta av de jämförda investeringarna, men gör flest typer av investeringar (noterat/onoterat, direkt/indirekt, mognadsfaser). De jämförda fonderna motiverar sitt fokus på en eller ett fåtal typer av investeringar med att olika typer av investeringar kräver olika kompetenser och att det finns skalfördelar i en viss typ av investering. Samtidigt har Sjätte AP-fonden har den mest fokuserade strategin geografiskt bland de jämförda riskkapitalinvesteringarna. Samtliga fondinvesteringar i jämförelsen gör fondinvesteringar globalt med motiveringen att det ger tillgång till ett större urval fonder och de som investerar i expansionsbolag genom fonder gör det främst i Nordamerika där investeringar i expansionsbolag historiskt generat högre avkastning än i Europa. Många aktörer som investerar direkt i onoterade bolag gör det oftast på en begränsad geografisk marknad, men har när deras fonder blivit större expanderat sitt geografiska fokus till Norden och i vissa fall norra Europa.

Bild 13

Jämförelse av investeringsfokus

SEK miljarder

Fond	Förvärvat kapital	Direktinvesteringar			Fondinvesteringar			Geografiskt fokus	
		Venture	Buyout	Noterat	Venture	Buyout	Noterat		
Fonder kopplade till pension-system	AP6	20	✓	✓	✓	✓	✓	✓	Sverige/Norden
	Alpinvest ³	~450	✗	✓	✗	✓	✓	✗	Europa, Nordamerika, Asien
	ATP Private Equity Partners	~70	✗	✓	✗	✓	✓	✗	Europa, Nordamerika, Asien, Australien, Sydamerika
	CPP PE	~150	✗	✓	✗	✓	✓	✗	Europa, Nordamerika, Asien
	Teachers' Private Capital ⁴	~75	(✓) ¹	✓	✗	✓	✓	✗	Europa, Nordamerika, Asien, Mellanöstern
Direkt-investerande fonder	AP Direktinvesteringar	8	✗	✓	✓	✗	✗	✗	Sverige
	AP Partnerinvesteringar	2	✓ ⁵	✗	✗	✗	✗	✗	Sverige
	Större nordiskt PE-bolag	>15	✗	✓	✗	✗	✗	✗	Norden
	Större nordiskt PE-bolag	>15	✗	✓	✗	✗	✗	✗	Norra Europa
	Internationellt PE-bolags svenska avdelning	10-20	✗	✓	✗	✗	✗	✗	Norden
	Nordisk growth-investerare	<5	(✓) ²	(✓) ²	✗	✗	✗	✗	Norden
Fond-investerande fonder	AP Fondinvesteringar	8	✗	✗	✗	✓	✓	✓	Norden
	AP1	4	✗	✗	✗	✗	✓	✗	Globalt
	AP2	8	✗	✗	✗	(✓) ⁴	✓	✗	Globalt (VC i USA)
	AP3	10	✗	✗	✗	(✓) ⁴	✓	✗	Globalt (VC i USA)
	AP4	4	✗	✗	✗	(✓) ⁴	✓	✗	Globalt (VC i USA)
	Nordisk bank	10-20	✗	✗	✗	(✓) ⁴	✓	✗	Globalt (VC i USA)
	Svenskt försäkringsbolag 1	5-15	✗	✗	✗	✗	✓	✗	Globalt
	Svenskt försäkringsbolag 2	5-15	✗	✗	✗	✗	✓	✗	Globalt
	Svenskt försäkringsbolag 3	5-15	✗	✗	✗	✓	✓	✗	Globalt (VC i USA)

1 Endast saminvesteringar inom VC

2 Endast expansionsbolag med marknadsvärde > ~50 MSEK

3 Endast "Secondary Investments"

4 Endast ett fåtal fondinvesteringar inom VC

5 Inga ytterligare investeringar i Expansionsbolag innan segmentets långsiktiga potential utvärderats

KÄLLA: Hemsidor, årsredovisningar, intervjuer

Sjätte AP-fondens mål har jämförts med andra riskkapitalinvesteringar i tre steg: fondens roll och övergripande målsättning, uppbyggnad av avkastningsmål och nivå på

avkastningsmål. Sjätte AP-fonden är den enda av de jämförda riskkapitalinvesteringarna kopplade till ett statligt pensionssystem som har ett uttalat icke-finansiellt mål i och med att fonden genom sina investeringar ska bidra till svenskt näringsliv. Dessutom är Sjätte AP-fonden den enda stängda fonden utan in- och utflöden, vilket gör att fonden till skillnad från de andra fonderna behöver arbeta med likviditetsplanering för att kunna göra uppföljningsinvesteringar i portföljbolag, nyinvesteringar och täcka löpande kostnader. Det finns även skillnader mellan hur Sjätte AP-fonden och de jämförda investeringarna bygger upp sina avkastningsmål (Bild 14). Sjätte AP-fondens avkastningsmål är relaterat till reporäntan medan andra riskkapitalinvesteringar kopplade till statliga pensionssystem har avkastningsmål relaterade till ett marknadsindex för riskkapitalinvesteringar eller ett absolutavkastningsmål. Sjätte AP-fondens mål enligt riskpremiemodellen styrs av fondens val av branscher och mognadsfaser, medan andra investerares mål ej påverkas av investeringsval. Vidare har Sjätte AP-fonden till skillnad från många andra riskkapitalinvesteringar ingen ”alfa-komponent” (ambition att skapa överavkastning) i sina avkastningsmål. Sammantaget förefaller kopplingen mellan Sjätte AP-fondens investeringsstrategi och fondens avkastningsmål mindre tydlig än hos många av de andra riskkapitalinvesteringarna i jämförelsen.

Bild 14

Jämförelse av uppbyggnad för avkastningsmål

	Sjätte AP-fonden	Jämförelsefonder
Fonder kopplade till statliga pensions-system	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Hela fonden: långsiktigt mål på riskfri ränta + 4,5% ▪ Investeringsverksamheten: Aggregerat mål från Riskpremiemodellen: riskfri ränta + marknadsriskpåslag utifrån bransch och fas för varje innehav 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ärligen och långsiktigt överträffa externt index för riskkapitalinvesteringar i onoterade aktier (t.ex. index från Cambridge Associate Ltd eller Venture Economics)
Direkt-investerande fonder	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aggregerat mål från Riskpremiemodellen: Riskfri ränta + marknadsriskpåslag utifrån bransch och fas för enskilda innehav 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Absolutavkastningsmål baserade riskpremie för onoterade investeringar och belåning samt förväntad överavkastning genom aktivt ägande: <ul style="list-style-type: none"> – PE-fonder: 20-25% IRR – VC-fonder: 10-13% IRR
Fond-investerande fonder	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aggregerat mål utifrån Riskpremiemodellen: Riskfri ränta + marknadsriskpåslag utifrån bransch och fas för varje portföljbolag i var och en av fonderna 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Indexlänkat mål: MSCI World + påslag (300-500bp) som avspeglar förväntad avkastning från högre risktagande¹ samt investeringar i de mest framgångsrika fonderna ("alfa")

¹ Likviditetsrisk och typiskt sett högre belåning

KÄLLA: Hemsidor; årsredovisningar; intervjuer; McKinsey-analys

Det är svårt att jämföra nivåer på avkastningsmål för Sjätte AP-fonden och de andra riskkapitalinvesteringarna i jämförelsen, eftersom fonderna har olika roller, målsättningar och investeringsstrategier. Det är också svårt att välja en optimal tidsperiod att mäta över. En jämförelse av Sjätte AP-fondens och de jämförda riskkapitalinvesteringarnas

avkastningsmål för perioden 2003-2010 indikerar dock att Sjätte AP-fondens avkastningsmål förefaller vara lägre än avkastningsmålen för flera av de andra riskkapitalinvesterarna, bland annat drivet av att många andra investerare inkluderar ett högt krav på överavkastning. För perioden 2003-2010 var Sjätte AP-fondens styrelses avkastningsmål för hela fonden 6,8% per år (reporäntan plus 4,5%) jämfört med fondens avkastningsmål för investeringsverksamheten på 8,3% per år enligt riskpremiemodellen. Givet att fonden idag är fullinvesterad förefaller det oklart om en lika stor skillnad i avkastningsmål är motiverad framåt.



Baserat på genomlysningen av Sjätte AP-fonden och jämförelsen av Sjätte AP-fondens strategi och mål med ett urval av andra riskkapitalinvesterare har tre frågeställningar identifierats. Dessa bedöms vara viktiga att diskutera för att fortsätta utveckla Sjätte AP-fondens verksamhet.

- **Finns det anledning för uppdragsgivaren se över Sjätte AP-fondens roll och uppdrag 15 år efter fondens grundande?** Sjätte AP-fondens uppdrag är att skapa hög avkastning med tillfredställande riskspridning genom att främst investera riskkapital i små och medelstora företag i Sverige för att därigenom bidra till utvecklingen av svenskt näringsliv. Sedan fonden startades 1996 har riskkapitalmarknaden i Sverige växt kraftigt och Sverige har idag mer riskkapital än de flesta andra länder i Europa. Sjätte AP-fonden investerar idag i hög utsträckning direkt i mogna bolag med relativt stabila kassaflöden och begränsat behov av riskkapital för tillväxt (t.ex. fastighetsbolaget Norrporten och banken Volvofinans) och i nordiska buyout-fonder som i allt högre utsträckning investerar i medelstora och stora mogna bolag utanför Sverige. Fonden investerar idag en mindre del av sitt kapital i svenska expansionsbolag och har beslutat att se över sin närvaro i expansionssegmentet givet låg avkastning. Ingen av de utländska riskkapitalinvesterarna kopplade till statliga pensionssystem som jämförts har i sitt uppdrag ett icke-finansiellt mål att fokusera på investeringar på hemmamarknaden för att bidra till näringslivets utveckling. Viktiga frågor bedöms vara om motiven bakom fondens uppdrag idag har samma relevans som när fonden startades och om fonden har förutsättningar att framåt uppfylla sitt uppdrag genom att till hög avkastning investera SEK 20 miljarder främst i svenska små och medelstora bolag och därigenom bidra till svenskt näringsliv. En relaterad fråga är om fondens förutsättningar att skapa hög avkastning framåt skulle förbättras om fonden till exempel fick ett globalt mandat för fondinvesteringar i likhet med de andra fondinvesterarna som jämförts.
- **Finns det anledning för Sjätte AP-fonden att förtydliga och fokusera sin investeringsstrategi?** Sjätte AP-fonden investerar idag i fler typer av investeringar

(noterat/onoterat, direkt/indirekt, mognadsfaser) än många andra riskkapitalinvesterare med jämförbar storlek. Även i enskilda affärsområden gör/förvaltar fonden investeringar med stor skillnad i profil avseende till exempel bransch, onoterat/noterat och mognadsfaser. Samtidigt är fonden mer fokuserad geografiskt än många andra riskkapitalinvesterare, framförallt när det gäller fondinvesteringar. Många ledande riskkapitalinvesterare väljer ofta att fokusera på en eller ett fåtal typer av investeringar med motiveringen att olika typer av investeringar kräver olika kompetenser och skala för att kunna generera överavkastning ("alfa") och därigenom attrahera investerare. En viktig fråga här bedöms vara om Sjätte AP-fondens uppdrag sätter några begränsningar på hur fokuserad fonden kan vara avseende typer av investeringar, till exempel fondens geografiska fokus på Sverige.

- **Finns det anledning för Sjätte AP-fonden att se över sina avkastningsmål för att säkerställa en tydlig koppling till investeringsstrategin och en hög ambitionsnivå?** Många ledande riskkapitalinvesterarna sätter avkastningsmål genom att formulera en strategi för att skapa hög överavkastning till en viss risk. Strategin fastslår i vilka branscher, i vilka länder och i vilken storlek på bolag de ska investera. Strategin fastslår också hur mycket överavkastning investeraren kräver och hur den ska uppnås. Därefter sätter de ett avkastningsmål som krävs för att uppfylla strategin. I Sjätte AP-fondens fall förefaller kopplingen mellan fondens investeringsstrategi och avkastningsmål vara mindre tydlig. Fondens avkastningsmål enligt riskpremiemodellen påverkas ex post av vilka branscher fonden investerar i och avkastningsmålen utvärderar inte huruvida fonden skapat överavkastning (så kallat "alfa"). Vidare är Sjätte AP-fondens styrelses avkastningsmål för hela fonden idag lägre än målet enligt riskpremiemodellen för hela investeringsverksamheten (för perioden 2003-2010 6,8% respektive 8,3% per år). När fonden idag är fullinvesterad förefaller det oklart om den skillnaden är motiverad.

SJUNDE AP-FONDEN 2001-2010

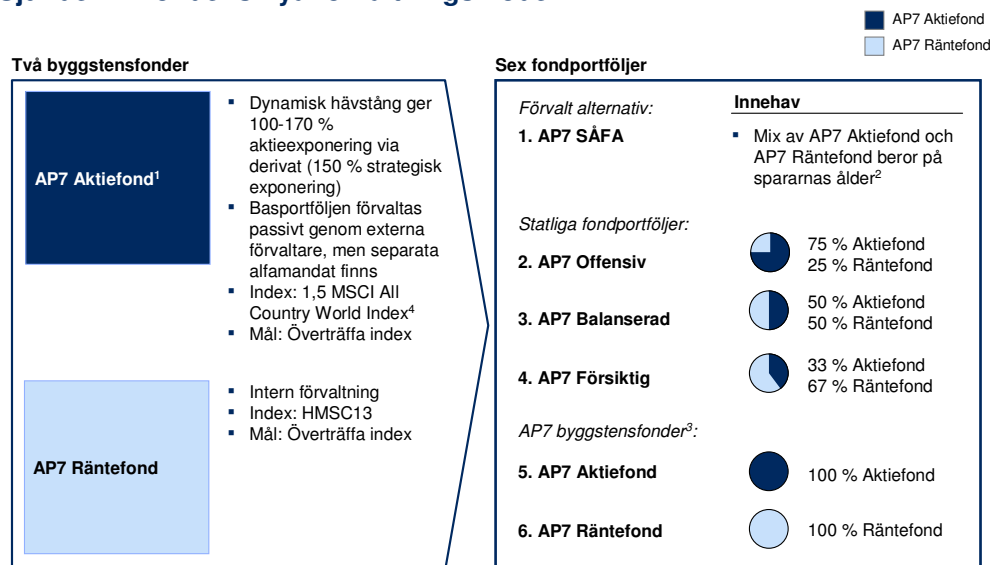
Sjunde AP-fondens uppdrag är att förvalta förvalsalternativet i premiepensionssystemet. Inom ramen för detta förvaltar Sjunde AP-fonden idag AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond i enlighet med de regler som gäller för privata värdepappersfonder och fondbolag, som deltar i förvaltningen av premiepensionsmedlen¹. Till och med 20 maj 2010 förvaltade Sjunde AP-fonden Premiesparfonden (PSF) för den som inte aktivt valde en privat förvaltare i PPM och Premievals-fonden (PVF) som valdes aktivt i konkurrens med de övriga ~800 valbara fonderna som finns i PPM-systemet. Den 24 maj 2010 ersattes Premiesparfonden och Premievals-fonden av Sjunde AP-fondens nya så kallade byggstensfonder AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Sex nya produkter lanserades (alla kombinationer av de två byggstensfonderna), varav AP7 SÅFA (Statens

¹ Sjunde AP-fondens uppdrag beskrivs av lagen 2000:192 samt tillhörande förarbeten.

Årskullsförvaltningsinitiativ) är det nya förvalsalternativet för dem som inte aktivt väljer en förvaltare (Bild 15).

Bild 15

Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell



1 97% globala aktier (passiv förvaltning, MSCI All Country World Index), 3 % aktier i onoterade bolag
 2 Upp till 55 år består SÅFA av 100 % AP7 Aktiefond. Efter detta ökar andelen AP7 Räntefond med 3-4 procentenheter per år (två år av tre med 3 procentenheter och ett år av tre med 4 procentenheter). För 75 år och äldre är andelen AP7 Aktiefond 33 % och andelen AP7 Räntefond 67 %.
 3 Förutom att olika kombinationer av byggstensfonderna utgör AP7s fondportföljer kan dessa även väljas separat
 4 Det benchmark som används består av 1 x MSCI All Country World Index (omräknat i SEK) + 0,5 x MSCI All Country World Index (i USD)

KÄLLA: Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fondens uppgift är att placera fondmedlen så att, vid varje vald risknivå, långsiktigt hög avkastning uppnås. Styrelsen har fastställt följande avkastningsmål för respektive fond:

- AP7 SÅFA: Avkastningen ska minst motsvara PPM-index
- AP7 Aktiefond: Avkastningen ska överträffa jämförelseindex (1,5 MSCI All Country World Index¹)
- AP7 Räntefond: Avkastningen ska överträffa jämförelseindex (HMSC13²)

Under 2001-20 maj 2010 genererade PSF och PVF en årlig NAV-avkastning på 1,0% respektive 0,5% (Bild 16). Detta innebär att PSF nådde sitt avkastningsmål under perioden, medan PVF undertröffade sitt avkastningsmål. Varken PSF eller PVF har nått sina avkastningsmål de tre senaste femårsperioderna.

Både PSFs och PVFs aktiva förvaltning har gett ett negativt resultat både under hela perioden 2001-20 maj 2010 och under de två senaste femårsperioderna. Under de två

¹ 1 x MSCI ACWI (omräknat i SEK) + 0,5 x MSCI ACWI (i USD)

² Ränteindex från Handelsbanken

senaste rullande 5-årsperioderna har PSF och PVF haft en negativ aktiv avkastning på i genomsnitt mellan -60 och -116 baspunkter per år.

Under perioden 24 maj 2010-31 december 2010 genererade AP7 Aktiefond en avkastning på 14,2%, vilket överträffade benchmark (1,5 MSCI All Country World Index) med 0,1 procentenhet. AP7 Räntefond genererade under samma period en avkastning på -0,4% vilket var något lägre än benchmark (HMSC13). AP7 SÅFA avkastade under perioden 24 maj 2010-31 december 2010 13,3%, vilket överträffade PPM-index med 3,2 procentenheter, delvis drivet av hög aktieexponering både på grund av den stora andelen AP7 Aktiefond (drivet av att systemet ej ännu är i balans¹) samt av hävstången i AP7 Aktiefond (Bild 17).

I Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell delas medelfristig och aktiv avkastning in i tre grupper: aktieexponering (dynamisk hävstång, det vill säga avsteg från den strategiska hävstången i AP7 Aktiefond), alfamandat och Private Equity. Under perioden 24 maj – 31 december 2010 hade den dynamiska hävstången en positiv avkastning om SEK 274 miljoner, medan alfamandaten inom AP7 Aktiefond hade en negativ aktiv avkastning på SEK -249 miljoner. Aktiv avkastning för Private Equity-investeringar mättes ej under perioden.

Kostnader (exklusive courtage)² som andel av genomsnittligt kapital uppgick 2010³ till 0,17% för AP7 Aktiefond och 0,05% för AP7 Räntefond. Förvaltningsavgiften för AP7 Aktiefond respektive AP7 Räntefond uppgick 2010 till 0,15% respektive 0,09% av fondens förmögenhet. Genomsnittlig förvaltningsavgift hos de 778 fonder som ingick i PPM-systemet 31 december 2010 var 0,58%.

Under hela perioden 2001-2010 genererade förvalsalternativet i Sjunde AP-fonden i genomsnitt en avkastning på 2,04% per år, medan PPM-index hade en avkastning på i genomsnitt 1,68% per år.

¹ Systemet har ej uppnått långsiktigt förväntad åldersfördelning bland spararna utan har för närvarande en relativ övervikt av unga sparare och därmed en högre andel AP7 Aktiefond

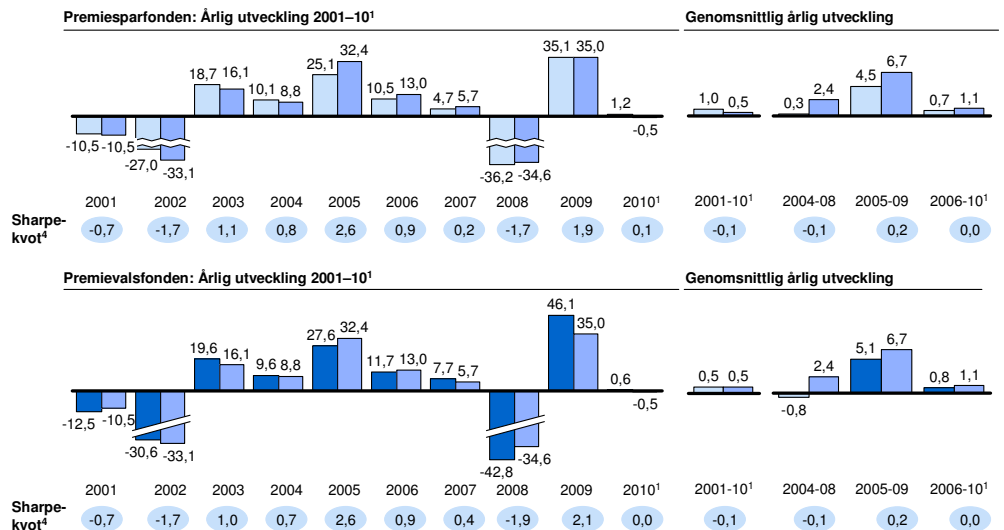
² Inkluderar förvaltningskostnader och övriga transaktionsrelaterade avgifter

³ Avser perioden 24 maj till 31 december 2010

Bild 16

Premiesparfondens och Premievalsfondens avkastning 2001 – 20 maj 2010

Årlig avkastning (NAV²); Procent



1 20 maj 2010

2 Net asset value

3 PPM-index är ett sammanvägt index av de ~800 valbara fonderna i PPM-systemet

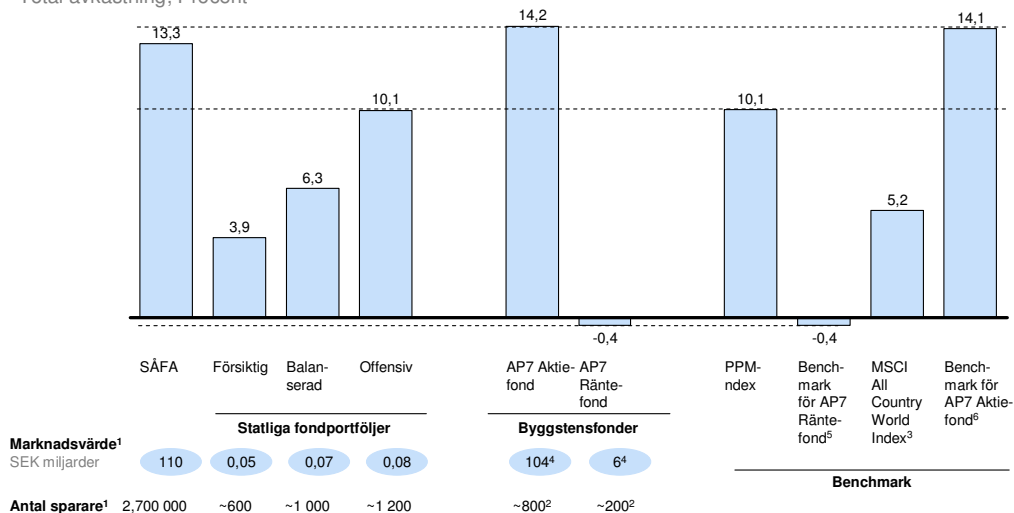
4 Sharpekvot baserad på årlig avkastning, 12 månaders svensk skuldväxel och antagande om 250 handelsdagar

KÄLLA: Sjunde AP-fonden; Riksbanken; McKinsey-analys

Bild 17

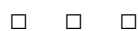
Utveckling för Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell 24 maj – 31 december 2010

Total avkastning; Procent



1 31 december 2010 2 Avser de sparare som aktivt valt att investera hela eller delar av sin portfölj i en av byggstiftelserna (investeringar via SÅFA och statens fondportföljer ej inkluderade) 3 I SEK men ej valutasäkrat 4 Direkt i AP7 Aktiefond 0,028 miljarder, direkt i AP7 Räntefond 0,009 miljarder. Övrigt kapital investerat via SÅFA, Försiktig, Balanserad och Offensiv 5 HMSCI13 6 AP7:s benchmark för AP7 Aktiefond kommer ett normalår bestå av 1 x MSCI ACWI (i SEK) + 0,5 x MSCI ACWI (i USD). För 2010 är benchmark anpassat för hävstångens successiva uppbyggnad under året

KÄLLA: Sjunde AP-fonden, AP7 Årsredovisning; McKinsey-analys



Baserat på årets utvärdering av Sjunde AP-fonden har vi identifierat följande frågeställningar som bedöms vara viktiga att diskutera för att utveckla fondens verksamhet framåt:

- **Hur kan Sjunde AP-fonden på bästa sätt säkerställa framgångsrik hantering av den nya förvaltningsmodellen?** Det nya förvalsalternativet AP7 SÅFA innebär ökad risk för unga sparare genom hög aktieexponering, bland annat på grund av hävstången i AP7 Aktiefond. Det nya förvalsalternativet har ej heller en risknivå som är begränsad till genomsnittet av övriga PPM-systemet (till skillnad från Premiesparfonden). Framför allt innan systemet balanserar¹, kommer förvalsalternativet sannolikt ha en högre risk än övriga PPM-systemet. Det här kommer sannolikt att innebära att AP7 SÅFA kommer att generera högre avkastning än börsen i uppgångar (som 2010), men också falla mer än börsen vid nedgångar. Det bedöms vara viktigt för fonden att bland annat kunna kommunicera effektivt kring fondens strategi och värdeutveckling till icke-väljarna i perioder med sämre utvecklingen än börsen.
- **Vad är rätt ambitionsnivå för hävstången i AP7 Aktiefond?** Den nya förvaltningsmodellen möjliggör ett brett spann i aktieexponeringen (100-170%) i AP7 Aktiefond. Fonden kan välja mellan att utveckla olika ambitiösa strategier för hur hävstången ska användas. Ett alternativ är att hävstången främst används för att förstärka börsens svängningar. Ett annat alternativ är att fonden sätter en hög ambition att prognostisera markandssvängningar och därmed skapa betydande överavkastning med hävstång (det vill säga framgångsrikt öka aktieexponeringen inför börsuppgångar och minska den inför nedgångar).
- **Hur säkerställer Sjunde AP-fonden förutsättningar för att långsiktigt nå målsättningarna för den aktiva avkastningen?** Sjunde AP-fonden har inte under någon av de senaste två femårsperioderna lyckats skapa positiv aktiv avkastning i någon av sina två gamla fonder PSF och PVF. Inte heller med den nya förvaltningsmodellen har fonden nått sitt mål för alfaförvaltning under 2010. Det bedöms viktigt att förstå hur fonden framåt ska kunna bryta detta mönster.

¹ Systemet balanserar när det uppnått långsiktigt förväntad åldersfördelning bland spararna (för närvarande har det nya systemet en relativ övervikt unga sparare)

4. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Första AP-fondens verksamhet 2010. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2010 och den totala avkastningen samt värdet av strategiska beslut och aktiv förvaltning 2001¹-2010.

FÖRSTA AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2010

Första AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Styrelsen har satt ett nominellt totalavkastningsmål på 5,5% efter kostnader mätt över en rullande femårsperiod.

Första AP-fondens förvaltningsorganisation är idag indelad i enheterna Allokering, Aktieförvaltning, Ränte- och valutaförvaltning samt Externförvaltning. Vid utgången av 2010 hade organisationen 44 anställda varav 20 inom förvaltningen. År 2009 hade fonden 43 anställda varav 19 inom förvaltningen.

Dagens förvaltningsmodell implementerades till stor del under 2009 och innebar stora förändringar. Investeringsfilosofin i den nya förvaltningsmodellen bygger på ledorden långsiktighet, flexibilitet, kostnadseffektivitet, fokus på totalportföljen och riskspridning (Bild 18). Fokus på medelfristiga beslut har ökat och löpande rebalanseringar mot referensportföljen har ersatts med aktiva beslut om omviktning. Genom fokus på absolut avkastning snarare än relativ avkastning använder fonden inte längre några index på totalportföljsnivå utan mäter resultat från den aktiva förvaltningen endast på mandatnivå.

Första AP-fondens förvaltningsmodell är fokuserad kring målportföljsprocessen (Bild 19). Målportföljsprocessen består av flera steg och inleds genom en detaljering av ALM-analysen där tillgångsslag som inte har kontinuerliga marknadspriser (till exempel private equity) modelleras för optimering i jämvikt. Därefter genomförs en analys av rådande och förväntad konjunktur. Dessa två perspektiv vägs samman och ligger till grund för fondens strategiska portfölj (~5 års sikt). Den strategiska portföljen modelleras och testas sedan 2010 mot olika ekonomiska scenarier, till exempel hög inflation och låg tillväxt, och anpassas efter resultaten med syftet att skapa en mer robust portfölj med ökat skydd mot till exempel inflation. Målportföljen formas genom att även väga in begränsningar i marknaden (till exempel likviditet och transaktionskostnader) och möjligheterna att implementera portföljen. Målportföljen är den medelfristiga portfölj som anger inriktningen för förvaltningen på 1-1,5 års sikt och tas fram av investeringsledningen (VD

¹ Avser 1 juli 2001

samt cheferna för Externförvaltning och Allokeringseenheten). Styrelsen ställer sig bakom målportföljens inriktning och beslut, utifrån den strategiska portföljen och målportföljen, om ett riskmandat till VD.

Bild 18

Första AP-fondens förvaltningsmodell

Investeringsfilosofi	Förvaltningsmodellens byggpelare
<p>Långsiktighet</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Utnyttja möjligheter som ges av att vara en långsiktig investerare <p>Flexibilitet</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Breda riskmandat och långsiktigt mål från styrelsen ger organisationen utrymme att vara flexibel <p>Kostnadseffektivitet</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Alltid väga förväntad avkastning mot kostnad för att uppnå avkastningen <p>Fokus på totalportföljen</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Fokus på total absolut avkastning och risk för totalportföljen <p>Riskspridning</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Bygga en robust portfölj som tål olika ekonomiska scenarier 	<p>Lång sikt – Strategiska portföljen ~ 5 års sikt</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Den strategiska portföljen tar avstamp i ALM-analysen (~40 års sikt) och utgör de två första stegen i målportföljprocessen genom att: <ul style="list-style-type: none"> – ALM-analysen fördjupas genom att tillgångsslag som inte har kontinuerliga marknadspriser modelleras för optimering i jämvikt – En konjunkturell analys genomförs ▪ De två perspektiven sammanvägs sedan i den strategiska portföljen som sätts samman av investeringsledningen¹ (varefter styrelsen ställer sig bakom portföljen) ▪ Den strategiska portföljen utvärderas en gång per år och anger inriktningen för målportföljen <p>Medelfristig sikt – Målportföljen 1-1,5 års sikt</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Målportföljen är den medelfristiga portföljen som anger inriktningen för förvaltningen <ul style="list-style-type: none"> – Portföljen visar önskad portfölj om 1-1,5 år – Målportföljen baseras på målportföljprocessens två första steg samt en bedömning om möjlig implementering (hänsyn tas till marknadspriser, likviditet, kostnader och andra restriktioner för allokering av portföljen) ▪ Målportföljen fastställs av investeringsledningen¹ ▪ Uppdateras årligen, eller vid behov, och används för att röra sig mot den strategiska portföljen ▪ Utifrån den strategiska portföljen och målportföljen ger styrelsen ett riskmandat till VD ▪ Används som indexportfölj vid styrelserapportering för riskuppföljning <p>Kort sikt & aktiv avkastning – Implementeringsmandat 1-3 månaders sikt</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ VD:s verktyg för att styra sammansättningen i portföljen med interna och externa mandat för att på 1-1,5 års sikt röra sig mot målportföljen ▪ Investeringsledningen beslutar om mandat och dess sammansättning av index och viker (beslut fattas löpande) ▪ Implementeringsmandat används som indexportfölj för intern riskuppföljning ▪ Absolut och relativ avkastning samt risk mäts i interna och externa mandat <p>Extern vs. intern förvaltning</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Extern förvaltning står för ~44 % (~42 % 2009) av den totala förvaltningen ▪ Den externa förvaltningen handhar främst aktiva mandat, men mer indexnära än tidigare år

¹ Investeringsledningen har ersatt strategikommittén och består av VD samt cheferna för Externförvaltning och Allokeringseenheten

KÄLLA: Första AP-fonden

VD använder implementeringsmandat för att röra sig mot målportföljen. Implementeringsbeslut fattas av VD i samråd med investeringsledningen och har en tidshorisont på 1-3 månader.

En av grundtankarna bakom förvaltningsmodellen som implementerades 2009 är att göra förvaltningen mer dynamisk, för att kunna anpassa allokeringen efter förändringar på marknaderna och agera snabbare för att ta vara på möjligheter som uppstår i marknaderna. Därför har delar av beslutsmandaten flyttats från styrelsen till förvaltningen. Styrelsen beslutar om ett riskmandat genom att fastslå ett intervall för allokering i varje tillgångsslag, ett riskmått per tillgångsslag baserat på målportföljens index samt regler om vilka instrument och marknader som är tillåtna att investera i. Inom dessa ramar får förvaltningen besluta om förändringar i allokeringen utan nya styrelsebeslut.

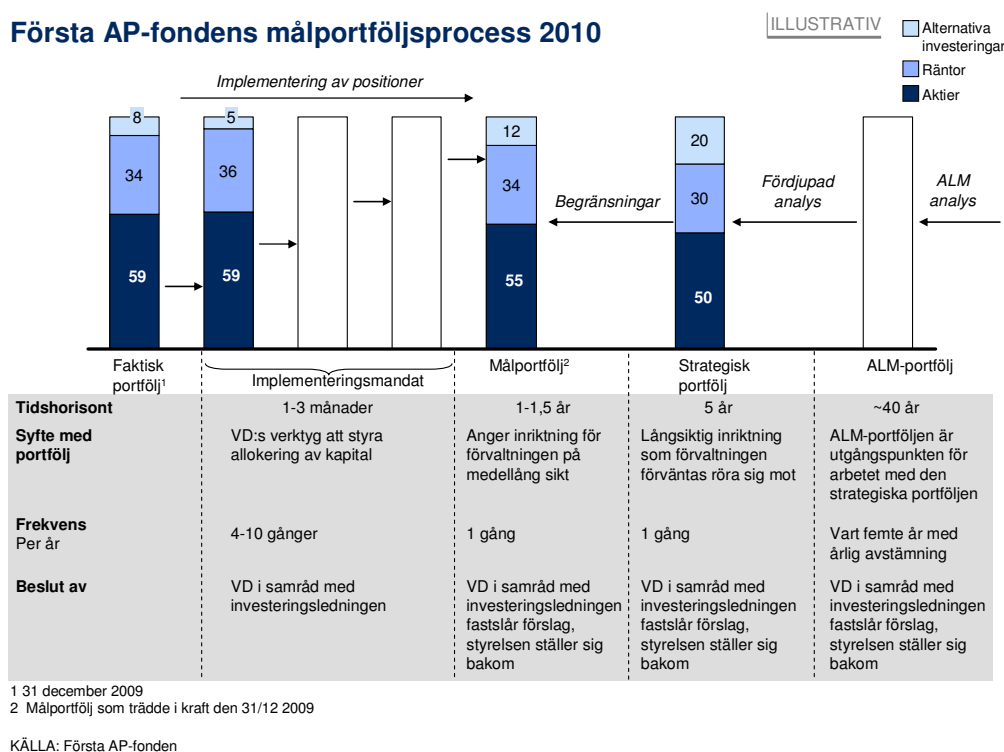
Första AP-fonden förvaltar även i den nya modellen mandat aktivt, men med ökat fokus på medelfristig förvaltning¹, mindre transaktionell förvaltning samt mer indexnära

¹ Förändringar av positioner görs mer sällan

förvaltning i den externa förvaltningen. Resultatet av den aktiva förvaltningen följs inte upp på totalportföljsnivå, utan mäts endast per förvaltningsmandat då fonden inte använder index för totalportföljen. Implementering av aktiva mandat sker endast genom long-only mandat.

Bild 19

Första AP-fondens målportföljsprocess 2010



Viktiga förändringar under 2010 var bland annat fondens framtagande av en strategisk portfölj samt förändringar i målportföljen och den faktiska allokeringen. I målportföljen ökade andelen alternativa tillgångar från 12% till 15% (varav fastigheter ökade från 5% till 6%, hedgefonder från 2% till 5% samt PE från 3% till 2%¹), medan räntor och aktier minskade (från 34% till 32% respektive från 54% till 53%). Den faktiska allokeringen ändrades via VD:s implementeringsmandat genom uppviktning i aktier (Sverige och tillväxtmarknader) och fastigheter (etablering av helägda bostadsbolaget Willhem AB som köpte fastigheter med ett underliggande värde på drygt SEK 7 miljarder) samt nedviktning i räntor. I tillägg ökade fonden sin koncentration i den interna aktiva förvaltningen av aktier i Sverige och Europa med syfte kunna investera aktivt i aktier med 2-3 års tidshorisont (minskning från 55 till 35 innehav i den svenska portföljen samt från 295 till 175 innehav i den europeiska portföljen).

¹ Alternativa tillgångar inkluderar även 2% opportuna investeringar, vilket är övriga investeringar inom alternativa tillgångar som är drivna av marknadsförutsättningar (till exempel felpriissettningar på kreditmarknaden)

FÖRSTA AP-FONDENS RESULTAT 2001¹-2010

Fondens totala kapital ökade 2001-2010 från SEK 130 miljarder till SEK 219 miljarder (Bild 20). Av ökningen på SEK 89 miljarder bidrog avkastning efter kostnader med SEK 76 miljarder. 2010 års avkastning på SEK 20 miljarder (10,2%) efter kostnader var den tredje högsta absoluta avkastningen under perioden 2001-2010.

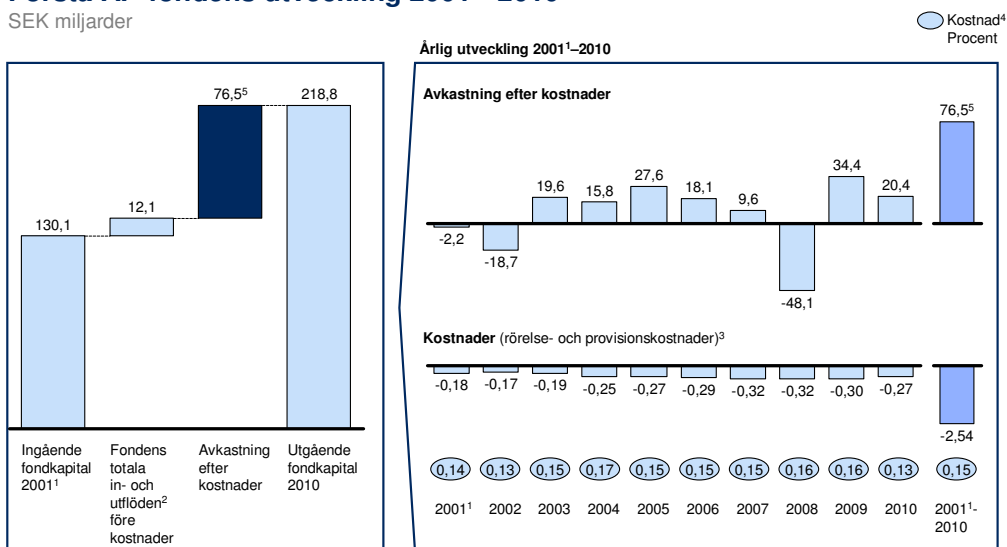
Fondens totala redovisade kostnader under perioden 2001-2010 var SEK 2,5 miljarder (i genomsnitt 0,15%) och under 2010 minskade kostnaderna från SEK 0,30 miljarder (0,16%) till SEK 0,27 miljarder (0,13%). Förvaltningskostnaderna bör dock inte enbart analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonden skapar².

Första AP-fondens årliga avkastning var 4,5% efter kostnader under perioden 2001-2010, 3,5% under femårsperioden 2006-2010 och 4,8% år under femårsperioden 2005-2009 (Bild 21). Fonden nådde inte sitt avkastningsmål på 5,5% under någon av dessa perioder. Avkastningen översteg dock inkomstindex. En viktig bidragande orsak till att styrelsens målsättning inte nåddes var den negativa avkastningen om 21,9% under 2008.

Bild 20

Första AP-fondens utveckling 2001¹-2010

SEK miljarder



Notera: Beräkningar baserade på fondens resultatsystem, vilket innebär att det kan förekomma små skillnader jämfört med redovisade resultat

¹ 1 juli 2001

² Fondens angivna totala in- och utflöden vilket inkluderar nettoinflöden från Pensionsmyndigheten och särskilda förvaltningen samt vissa kostnader

³ Kostnader från årsredovisningar: rörelsens kostnader (personalkostnader, övriga förvaltningskostnader) samt provisionskostnader; exklusive rörliga ersättningar samt de förvaltningskostnader för onoterade tillgångar som redovisas som del av ingående marknadsvärde

⁴ Total kostnad som andel av genomsnittet av årets ingående marknadsvärde och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)

⁵ Omräkning till SEK av tillgångar i utländsk valuta görs från 2010 på stängningskurser istället för, som tidigare, bid-priser. Detta resulterade i en differens på SEK 49 miljoner mellan ingående balans 2010 och utgående balans 2009. Detta innebär att avkastning efter kostnader 2001-2010 är uppjusterat med SEK 49 miljoner

KÄLLA: Första AP-fonden; McKinsey-analys

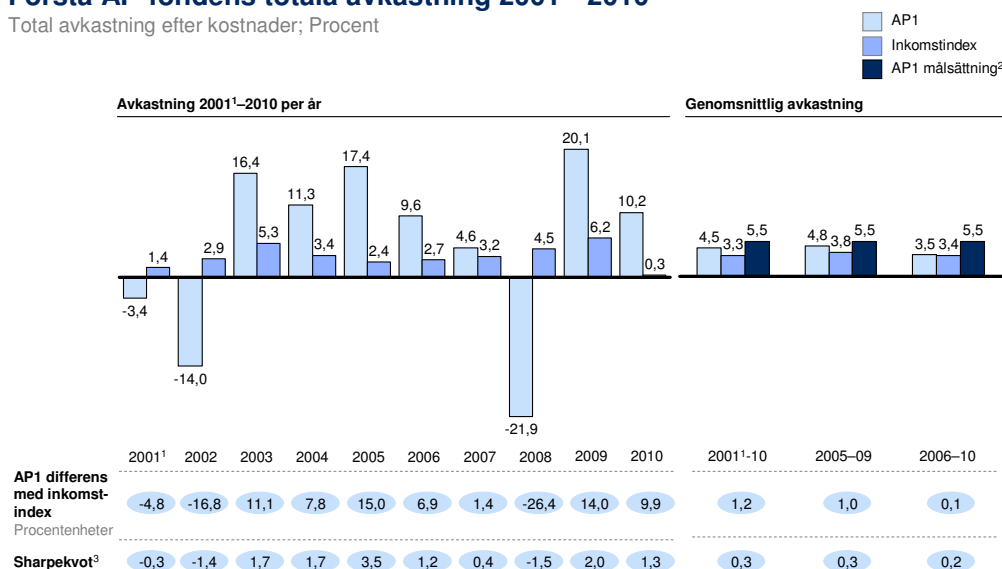
¹ Avser 1 juli 2001

² En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden.

Bild 21

Första AP-fondens totala avkastning 2001¹–2010

Total avkastning efter kostnader; Procent



Notera: Beräkningar baserade på fondens resultatsystem, vilket innebär att det kan förekomma små skillnader jämfört med redovisade resultat

1 1 juli 2001 (för 2001 anges annualiserad avkastning)

2 Första AP-fondens avkastningsmål som baseras på 2 % långsiktig inflation

3 Sharpekvot baserad på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel och antagande om 260 handelsdagar. Sharpekvoten definieras som riskpremien (fondens avkastning minus den riskfria räntan) dividerat med fondens risk (mätts med standardavvikelsen)

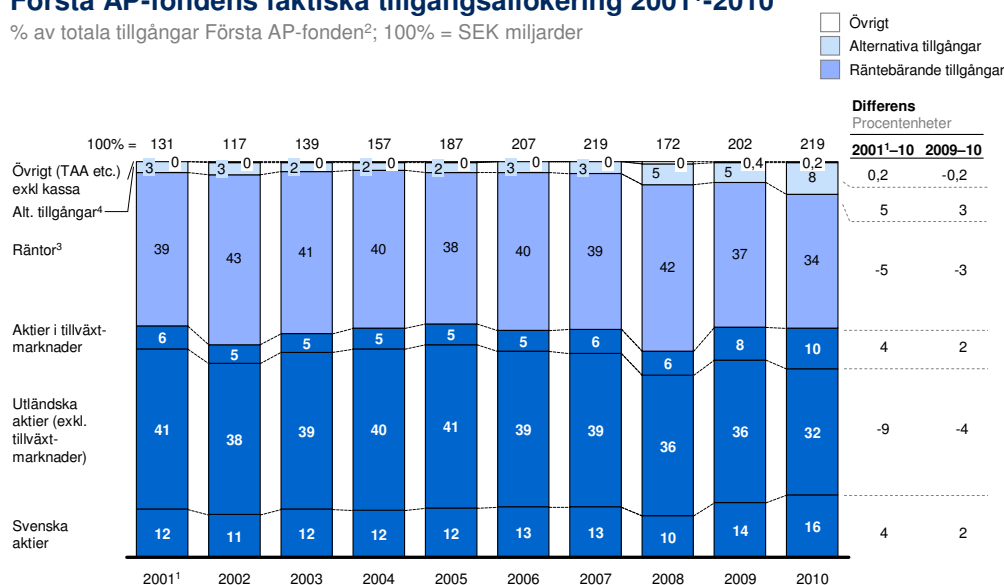
KÄLLA: Första AP-fonden; Försäkringskassan; McKinsey-analys

Första AP-fonden har under perioden 2001-2010 omallokerat från utländska aktier (exklusive tillväxtmarknader) och räntor till alternativa tillgångar, svenska aktier och aktier i tillväxtmarknader (Bild 22). Ökningen av svenska aktier och alternativa tillgångar (bland annat fastigheter i och med etableringen av bostadsbolaget Willhem) under 2010 var ett resultat av aktiva beslut inom ramen för VD:s implementeringsmandat att vikta upp dessa tillgångsklasser.

Bild 22

Första AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001¹-2010

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



Not: Tillgångsallokeringen avser fondförmögenhetsfördelning

1 1 juli 2001

2 Den faktiska allokeringen den 31 december varje år

3 Inklusiv kassa

4 Alternativa tillgångar inkluderar bland annat fastigheter och PE. 2010: 4,98 % fastigheter 1,96 % PE, 0,69 % opportunistiska investeringar samt 0,27 % hedgefonder

KÄLLA: Första AP-fonden; McKinsey-analys

VÄRDET AV STRATEGISKA BESLUT OCH AKTIV FÖRVALTNING 2001¹-2010

En analys av de viktigaste källorna till Första AP-fondens avkastning visar att de strategiska besluten (långfristiga och medelfristiga beslut) 2001¹ till 2010 bidrog med SEK 73,6 miljarder (4,3% per år) och den aktiva förvaltningen med SEK 5,4 miljarder (0,3% per år) (Bild 23). Den strategiska allokeringen bidrog därmed med 93% av den totala avkastningen under samma period. Givet fondens arbetssätt är det svårt att mäta och följa upp resultatet av den dynamiska allokeringen.

Det är värt att notera att Första AP-fonden från och med oktober 2009 ändrade sin definition av aktiv avkastning till att inkludera endast aktiv avkastning per mandat (och ej vissa allokeringseffekter som tidigare hänfördes till aktiv avkastning).

Resultatet från den aktiva förvaltningen 2001¹-2010 drivs av positiv avkastning under de senaste 6 åren med undantag av 2008 (Bild 24). Summan av resultaten för fondens aktiva mandat 2010 ger en total aktiv avkastning under året på SEK 1,4 miljarder (0,66%). Fonden har inget mål för aktiv avkastning på totalportföljsnivå. Under de två senaste

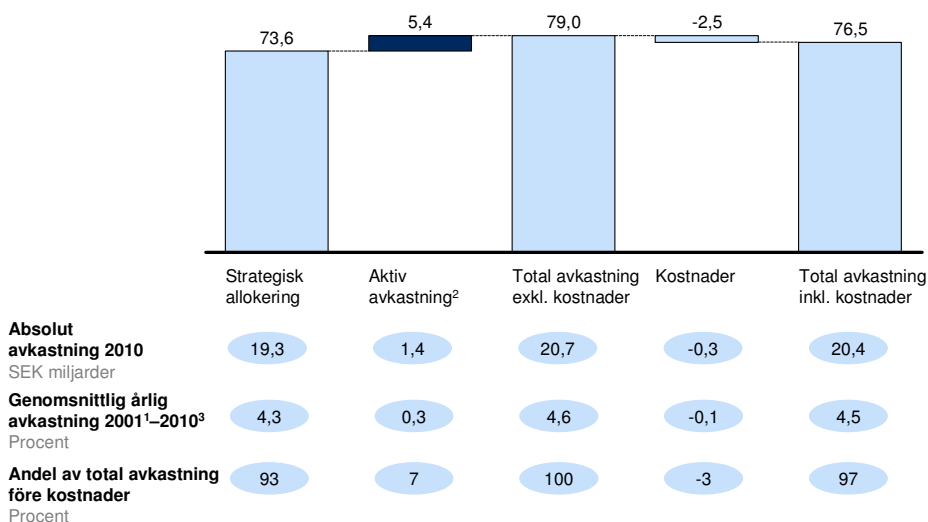
¹ Avser 1 juli 2001

femårsperioderna har den ackumulerade aktiva avkastningen varit SEK 3,6 miljarder respektive SEK 4,3 miljarder (0,35% respektive 0,50% per år)

Bild 23

Nedbrytning av avkastningen för Första AP-fonden 2001¹–2010

Absolut avkastning 2001¹–2010; SEK miljarder



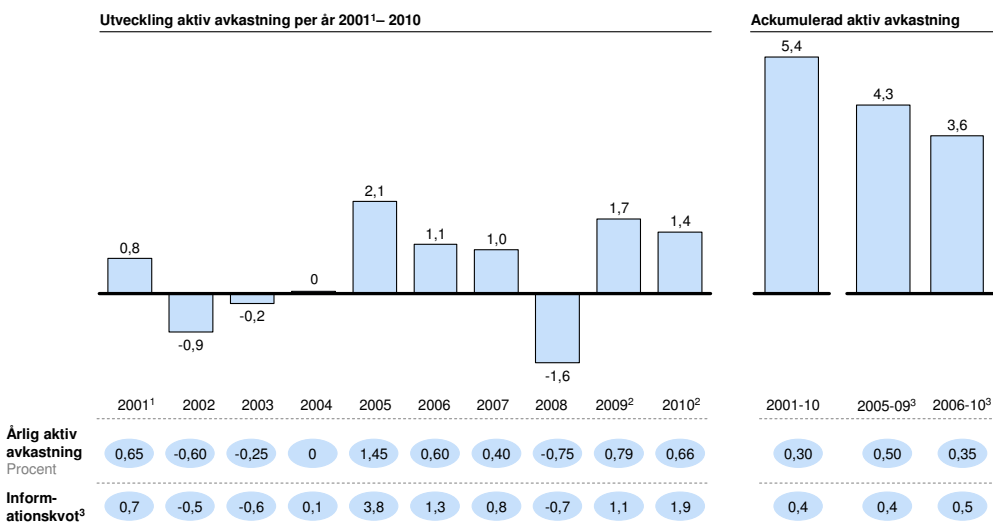
1 1 juli 2001
 2 I och med fondens förändrade arbetssätt under 2009 räknas aktiv avkastning ut annorlunda för oktober 2009 och framåt. Aktiv avkastning definieras sedan dess som differensen mellan utvecklingen av portföljens olika mandat jämfört med index som är specifika på mandatnivå. Total aktiv avkastning för 2010 är summan av den aktiva avkastningen inom de olika mandat. Den aktiva avkastningen inkluderar ej vissa allokeringseffekter, som tidigare hänfördes till aktiv avkastning (utan inkluderar endast aktiv avkastning per givet mandat)
 3 Årlig avkastning baserat på geometrisk medelvärde av daglig procentuell avkastning

KÄLLA: Första AP-fonden; McKinsey-analys

Bild 24

Första AP-fondens aktiva avkastning 2001¹–2010

Årlig aktiv avkastning² före kostnader; SEK miljarder



1 1 juli 2001
 2 För 2001 – sep. 2010 utgjordes av aktiv avkastning av aktiv förvaltning inom tillgångslag exkl. alternativa investeringar, aktiv avkastning från overlaymandat samt allokeringseffekter (allokerings-effekter inkluderar ej från 2009 och framåt). Aktiv avkastning definieras från och med okt. 2009 som differensen mellan utvecklingen av portföljens olika mandat jämfört med index som är specifika på mandatnivå. Total aktiv avkastning för 2010 är summan av den aktiva avkastningen inom de olika mandat. Den aktiva avkastningen inkluderar ej vissa allokeringseffekter, som tidigare hänfördes till aktiv avkastning (utan inkluderar endast aktiv avkastning per givet mandat)
 3 Annualiserad informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar. Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett

KÄLLA: Första AP-fonden; McKinsey-analys

5. Grundläggande utvärdering av Andra AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Andra AP-fondens verksamhet 2010. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2010 och den totala avkastningen samt värdet av strategiska beslut och aktiv förvaltning 2001¹-2010.

ANDRA AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2010

Andra AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Fondens styrelse har satt en målsättning för fonden att i genomsnitt uppnå en real avkastning på minst 5,0% per år på lång sikt (minst 10 år).

Andra AP-fondens kapitalförvaltning är indelad i 7 enheter: Investeringsstrategi, Ränteförvaltning, Aktieförvaltning, Kvantitativ förvaltning, Strategisk exponering & trading, Makro & allokering samt Extern förvaltning. Vid utgången av 2010 hade organisationen 54 anställda varav 27 inom förvaltningen. År 2009 hade fonden 54 anställda varav 26 inom förvaltningen.

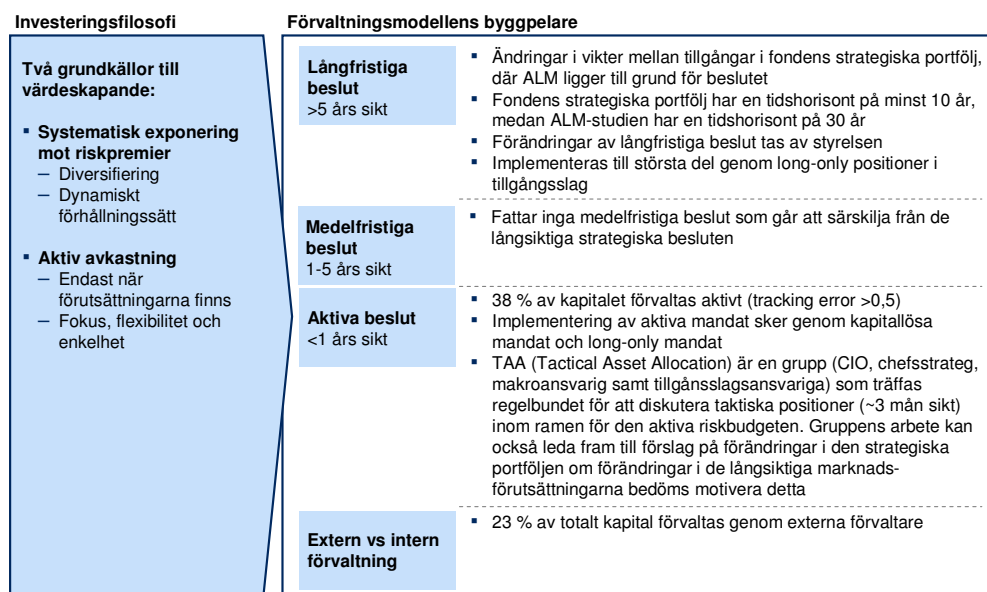
Andra AP-fondens investeringsfilosofi utgår från att det finns två grundkällor till värdeskapande i finansiella tillgångsportföljer: systematisk exponering mot riskpremier och aktiv förvaltning (Bild 25). Fondens fokus ligger på långsiktiga beslut som implementeras genom den strategiska portföljen som har en tidshorisont på över 10 år. Beslut om förändringar i den strategiska portföljen tas av styrelsen. Andra AP-fonden kan fatta beslut med kortare tidshorisont inom ramen för den strategiska portföljen, men dessa beslut särskiljs ej från de långsiktiga besluten. Från och med 2010 finns en utvidgad TAA-grupp (TAA – Tactical Asset Allocation) som innefattar även den före detta DAA-gruppens (DAA – Dynamic Asset Allocation) roll². TAA-gruppen fattar beslut om taktiska positioner (~3 månaders sikt) inom ramen för den aktiva riskbudgeten. Gruppens arbete kan också leda fram till förslag på förändringar i den strategiska portföljen om förändringar i de långsiktiga marknadsförutsättningarna bedöms motivera detta. Idag förvaltas 38 % av fondens noterade portfölj aktivt³.

¹ Avser 1 juli 2001

² TAA-gruppen innefattar CIO, chefsstrateg, makroansvarig samt tillgångslagsansvariga. Tidigare DAA-gruppen innefattade VD, CIO och chefsstrateg

³ Definieras som tracking error över 0,5

Andra AP-fondens förvaltningsmodell



KÄLLA: Andra AP-fonden

Utöver utvidgandet av TAA-gruppen skedde ytterligare ett flertal viktiga förändringar under 2010. Fonden sänkte valutaexponeringen mot EUR i två etapper från 75% till 50%. Därmed återgick fonden till samma valutasäkringsgrad som i början av 2009. Dessutom lades mandaten för aktiv kreditförvaltning ut på flera förvaltare (tidigare endast en förvaltare) för att öka riskdiversifieringen och minska transaktionskostnaderna. Vidare inledde Andra AP-fonden under året investeringar i jord- och skogsbruksmark (dock begränsad effekt på portföljen under 2010) samt beslutade om att öka exponeringen mot tillväxtmarknader i den strategiska portföljen under 2011.

ANDRA AP-FONDENS RESULTAT 2001¹-2010

Fondens totala kapital ökade 2001-2010 från SEK 130 miljarder till SEK 223 miljarder (Bild 26). Av ökningen på SEK 92 miljarder bidrog avkastning efter kostnader med SEK 80 miljarder. 2010 års avkastning var SEK 22 miljarder (11,0%) efter kostnader.

Fondens totala kostnader under perioden 2001-2010 var SEK 2,8 miljarder och 2010 ökade fondens kostnader från SEK 0,33 miljarder (0,18%) till SEK 0,36 miljarder

¹ Avser 1 juli 2001

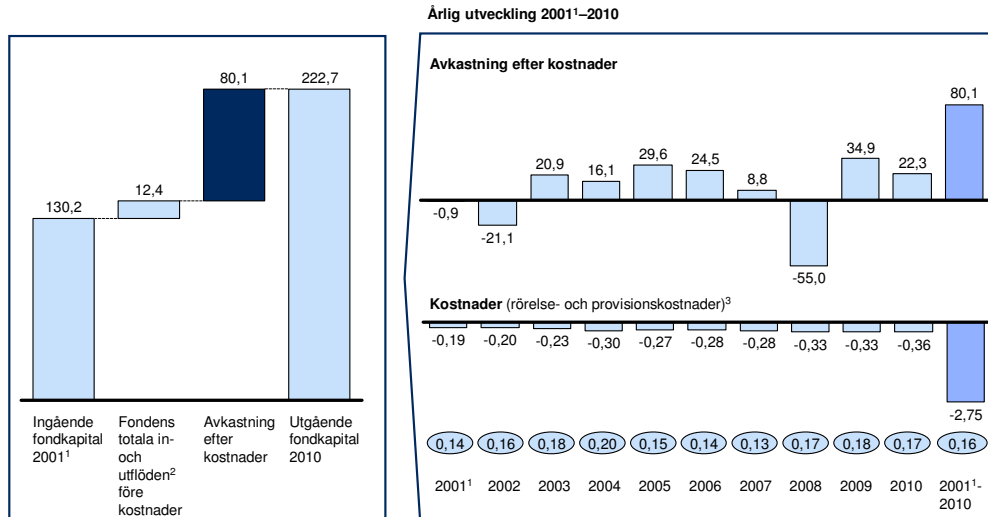
(0,17%). Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar¹.

Bild 26

Andra AP-fondens utveckling 2001¹–2010

SEK miljarder

○ Kostnad⁴
Procent



Notera: Beräkningar baserade på fondens resultatsystem, vilket innebär att det kan förekomma små skillnader jämfört med redovisade resultat
¹ 1 juli 2001
² Fondens angivna totala in- och utflöden vilket inkluderar nettointflöden från Pensionsmyndigheten och särskilda förvaltningen samt vissa kostnader
³ Kostnader från årsredovisningar: rörelsens kostnader (personalkostnader, övriga förvaltningskostnader) samt provisionskostnader; exklusive rörliga ersättningar samt de förvaltningskostnader för onoterade tillgångar som redovisas som del av ingående marknadsvärde
⁴ Total kostnad som andel av genomsnittet av årets ingående marknadsvärde och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)

KÄLLA: Andra AP-fonden; McKinsey-analys

Fondens årliga avkastning efter kostnader var 4,7% under perioden 2001-2010, 3,5% under femårsperioden 2006-2010 och under femårsperioden 4,9% år 2005-2009 (Bild 27). Detta innebär att Andra AP-fonden inte nått upp till styrelsens kvantitativa målsättning under någon av dessa perioder. Avkastningen efter kostnader har dock varit högre än inkomstindex.

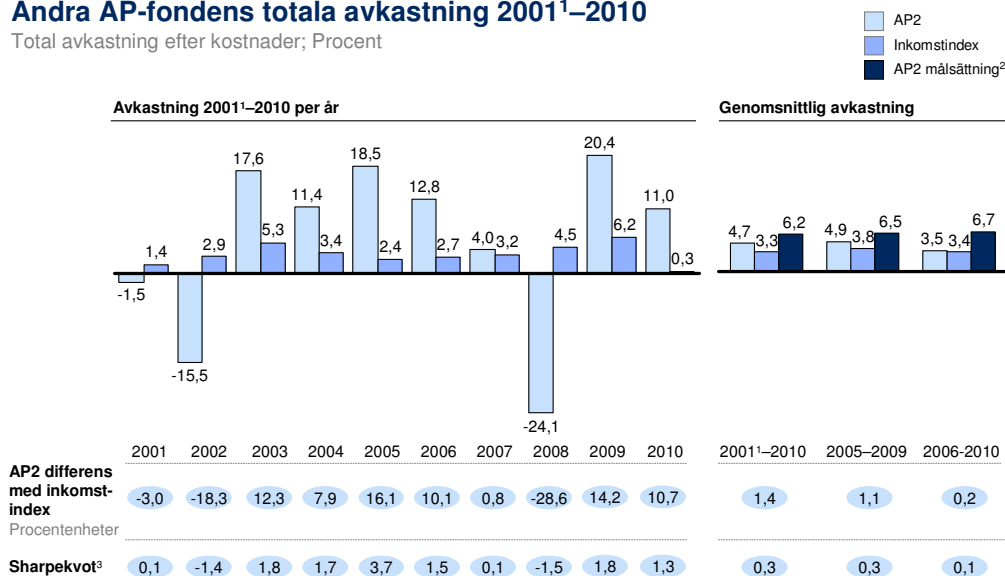
Andra AP-fonden har under perioden 2001-2010 i sin faktiska portfölj främst ökat andelen aktier i tillväxtmarknader och alternativa tillgångar och samtidigt minskat andelen utländska aktier (exklusive tillväxtmarknader) och svenska aktier (Bild 28). Under 2010 började fonden inom alternativa investeringar investera i jordbruks- och skogsfastigheter med syftet att skapa en långsiktig avkastning i nivå med den fonden förväntar sig på aktiemarknaden, men med en reducerad risk för totalportföljen.

¹ En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden

Bild 27

Andra AP-fondens totala avkastning 2001¹–2010

Total avkastning efter kostnader; Procent



Notera: Beräkningar baserade på fondens resultatsystem, vilket innebär att det kan förekomma små skillnader jämfört med redovisade resultat
 1 1 juli 2001 (för 2001 anges annualiserad avkastning)

2 Andra AP-fondens genomsnittliga målsättning 2010 var målsättningen 5 % i real avkastning med 1,3 % inflation och under 2001-2009 har målsättningen fluktuerat mellan 4,0 och 5,0 % i real avkastning med genomsnittlig inflation på 1,6-1,7 % (för inflationsberäkningen används årlig inflationstakt mått månadsvis från SCB)

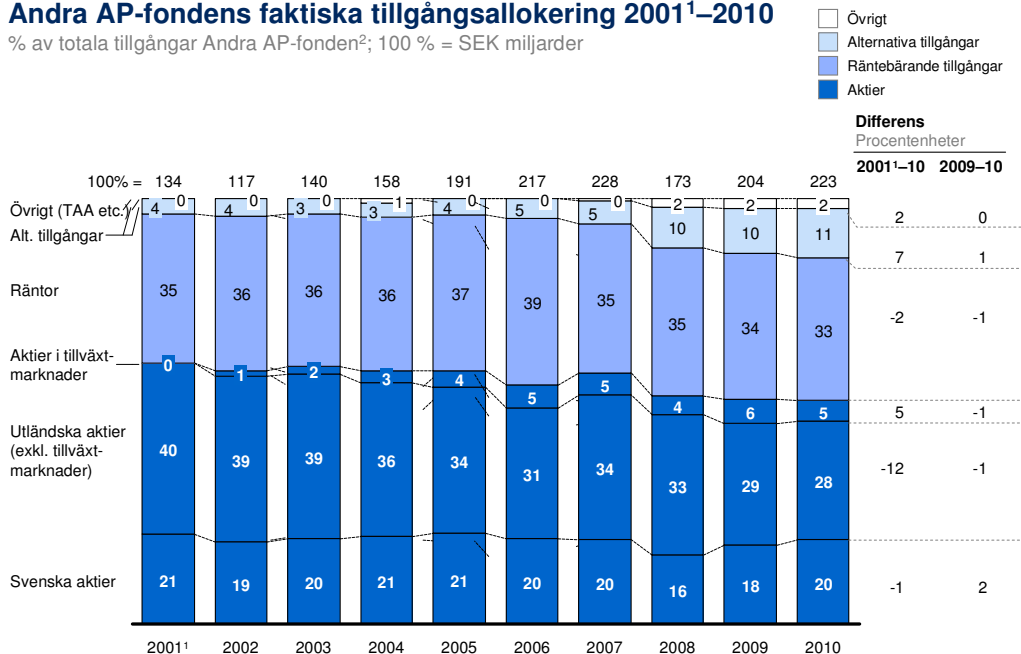
3 Sharpekvot baserad på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel och antagande om 260 handelsdagar. Sharpekvoten definieras som riskpremien (fondens avkastning minus den riskfria räntan) dividerat med fondens risk (måts med standardavvikelsen)

KÄLLA: Andra AP-fonden; Försäkringskassan; SCB; McKinsey-analys

Bild 28

Andra AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001¹–2010

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



1 Avser 1 juli 2001

2 Den strategiska allokeringen den 31 december varje år

KÄLLA: Andra AP-fonden; McKinsey-analys

VÄRDET AV STRATEGISKA BESLUT OCH AKTIV FÖRVALTNING 2001¹-2010

En analys av de viktigaste källorna till Andra AP-fondens avkastning visar att de strategiska besluten sedan 2001 genererat SEK 83,3 miljarder och de aktiva besluten SEK -0,5 miljarder före kostnader (Bild 29). Den strategiska allokeringen har därav bidragit med mer än 100% av den totala avkastningen och den aktiva förvaltningen har haft ett negativt bidrag till den totala avkastningen under tidsperioden.

Andra AP-fonden fattar inga medelfristiga beslut som kan särskiljas från de långsiktiga besluten. Fonden har en TAA-grupp som fattar taktiska beslut inom ramen för det aktiva riskmandatet och som kan föreslå större förändringar i den strategiska portföljen då förändringar i de långsiktiga marknadsförutsättningarna bedöms motivera detta.

Andra AP-fondens aktiva avkastning om SEK -0,5 miljarder (i genomsnitt -0,01% per år) sedan 2001 förklaras främst av den negativa aktiva avkastningen om SEK -4,1 miljarder (-1,80%) 2008 (Bild 30). 2010 var bidraget från den aktiva förvaltningen positivt med SEK 1,5 miljarder (0,84%), vilket innebär att fonden nådde sitt mål för aktiv förvaltning på 0,5%. Under de två senaste femårsperioderna har den ackumulerade aktiva avkastningen varit negativ med resultat på SEK -1,3 miljarder respektive -2,4 miljarder (-0,00% respektive -0,12% per år).

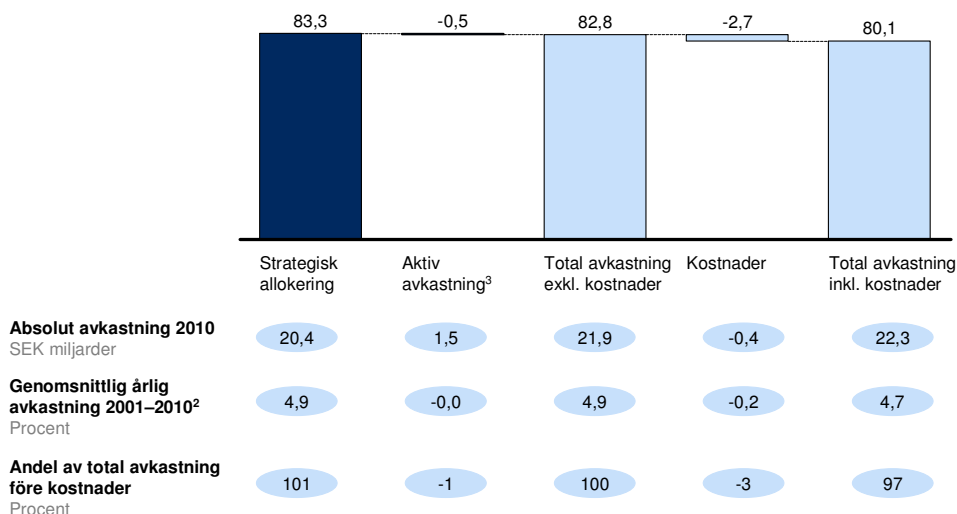
Från och med 2009 särredovisar Andra AP-fonden resultateffekterna från implementering av den strategiska portföljen och dessa implementeringseffekter inkluderas från och med 2009 ej i den aktiva avkastningen. Fonden redovisar dels en aktiv avkastning som utgör summan av respektive mandats avkastning gentemot index, avkastning från GTAA samt fondens interna TAA-mandat och dels en relativ avkastning som utgörs av den aktiva avkastningen samt implementeringseffekter (innan 2008 definierades aktiv avkastning som relativ avkastning och inkluderade därmed implementeringseffekter).

¹ Avser 1 juli 2009

Bild 29

Nedbrytning av avkastningen för Andra AP-fonden 2001–2010

Absolut avkastning 2001¹–2010; SEK miljarder



¹ 1 juli 2001

² Årlig avkastning baserat på geometrisk medelvärde av daglig procentuell avkastning

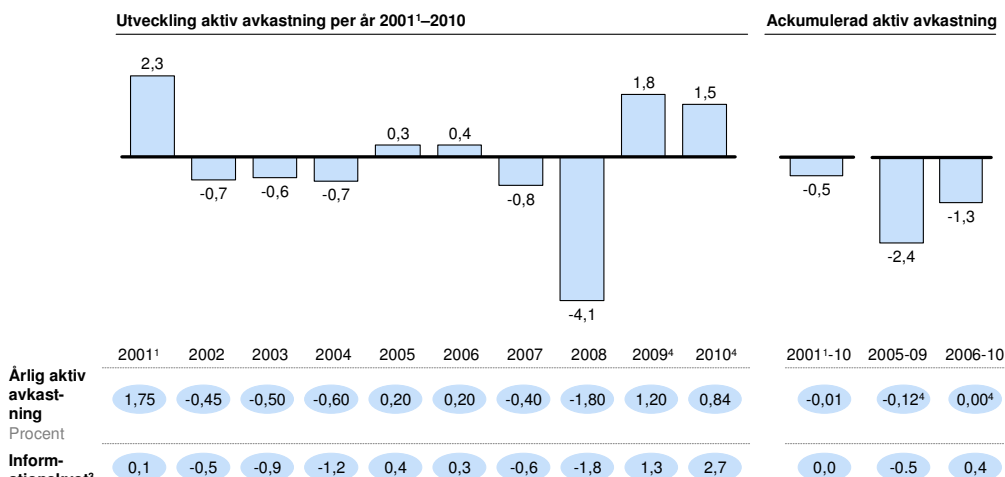
³ År 2009 ändrade andra AP-fonden definition på rapporterad aktiv avkastning. Inom aktiv avkastning ingår resultat för kapitallösa mandat och avvikelser från index, men ej bidrag från strategisk exponering. Från 2009 och framåt redovisas aktiv avkastning enligt den nya definitionen

KÄLLA: Andra AP-fonden; McKinsey-analys

Bild 30

Andra AP-fondens aktiva avkastning 2001¹–2010

Årlig aktiv avkastning² före kostnader; SEK miljarder



¹ 1 juli 2001

² Total aktiv avkastning för likvidportföljen vilket utgörs av aktiv förvaltning inom tillgångsslag exkl. alternativa investeringar, aktiv avkastning från overlaymandat samt allokeringseffekter

³ Annualiserad informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar. Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett

⁴ År 2009 ändrade Andra AP-fonden definition på rapporterad aktiv avkastning. Inom aktiv avkastning ingår fr.o.m. 2009 resultat för kapitallösa mandat och avvikelser från index, men ej bidrag från strategisk exponering. Från 2009 och framåt redovisas aktiv avkastning enligt den nya definitionen och endast på årsbasis (tidigare beräknades aktiv avkastning på dagsbasis). Detta påverkar jämförbarheten över tid och ger mindre exakta värden för 2009 och 2010

KÄLLA: Andra AP-fonden; McKinsey-analys

6. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Tredje AP-fondens verksamhet 2010. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2010 och den totala avkastningen samt värdet av strategiska beslut och aktiv förvaltning 2001¹-2010.

TREDJE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2010

Tredje AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Fondens styrelse har satt målsättningen att i genomsnitt uppnå en real avkastning på minst 4% per år långsiktigt. Inom ramen för detta mål ska även alfa-förvaltningen generera minst SEK 600 miljoner per år och målet för beta-förvaltningen är att den ska vara kostnadseffektiv. VD har operationaliserat målet för beta-förvaltningen genom att sätta målet att förvaltningen ska ge en överavkastning på 5 baspunkter över jämförelseindex. Fondens utvärderingshorisont för alfa- och betaförvaltningen är 3 år.

Under 2009 arbetade Tredje AP-fonden med att byta förvaltningsmodell, och den nya dynamiska allokeringensmodellen ("Dynamisk Allokering") implementerades fullt ut i början av 2010. Inom avdelningen Kapitalförvaltning, som bildades 2010, är investeringsverksamheten uppdelad på fem enheter: Strategisk allokering, Betaförvaltning, Alternativa investeringar, Alfaförvaltning och Extern förvaltning. Syftet med organisationsförändringen var att förtydliga ansvarsområden och förbättra arbetet med portföljens totala risker. Under 2008 slutfördes arbetet med alfa- och beta-separering. Beta-förvaltningen är fondens indexförvaltning, främst genom tillgångsallokering, medan Alfa-förvaltning är fondens aktiva förvaltning genom kapitallösa mandat. Vid utgången av 2010 hade organisationen 56 anställda varav 32 inom förvaltningen. År 2009 hade fonden 55 anställda varav 32 inom förvaltningen.

Tredje AP-fondens nya förvaltningsmodell bygger på en investeringsfilosofi där risktagande, riskspridning, prognosförmåga och tidsdiversifiering är ledord och implementeras genom dynamisk allokering. Syftet med modellen är att öka sannolikheten för att uppnå fondens övergripande målsättning (Bild 31). Allokeringensprocessen inkluderar både lång- och medelfristiga beslut och fokus ligger på totalportföljens avkastning och risk. I och med bytet till ny modell övergick Tredje AP-fonden från allokering i tillgångsklasser till allokering i riskklasser (till exempel aktie- eller inflationsrisk) (Bild 32). En av grundtankarna bakom modellen är att göra allokeringen

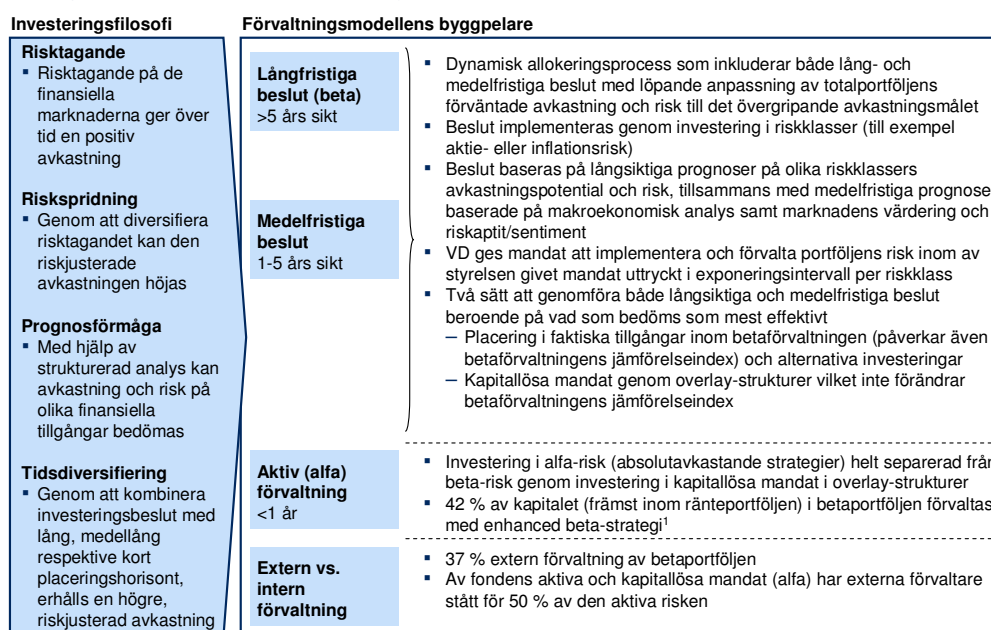
¹ Avser 1 juli 2001

mer dynamisk och flexibel. Styrelsen fattar beslut om exponeringsintervall som uttrycks som riktvärden med tillåtna avvikelser uppåt och nedåt, varefter VD har mandat att implementera och förvalta portföljens risk inom angivna exponeringsintervall. Implementering sker främst genom fondens betaportfölj och alternativa investeringar.

Investering i alfa-risk är helt separerad från beta-risk och sker genom investering i kapitallösa mandat i overlay-strukturer. Utöver detta förvaltas 42% av kapitalet i betaportföljen semipassivt¹.

Bild 31

Tredje AP-fondens förvaltningsmodell



¹ 52 % av internt förvaltade mandat och 26 % av externt förvaltade mandat

KÄLLA: Tredje AP-fonden

Utöver full implementering av den dynamiska förvaltningsmodellen och bildandet av avdelningen Kapitalförvaltning, fortsatte Tredje AP-fonden under 2010 att öka alternativa investeringar (främst ILS² och Timberland). Vidare fortsatte fonden genomföra initiativ för att öka kostnadseffektiviteten i förvaltningen, exempelvis genom att ta hem externa passiva aktiemandat och omförhandla mandat. Arbetet som påbörjades 2009 har realiserat kostnadsbesparingar på omkring SEK 50 miljoner under 2010 i form av sänkta provisionskostnader för externa mandat (SEK -26 miljoner), sänkta transaktionskostnader (SEK -18 miljoner), samt sänkta depåkostnader (SEK -6 miljoner).

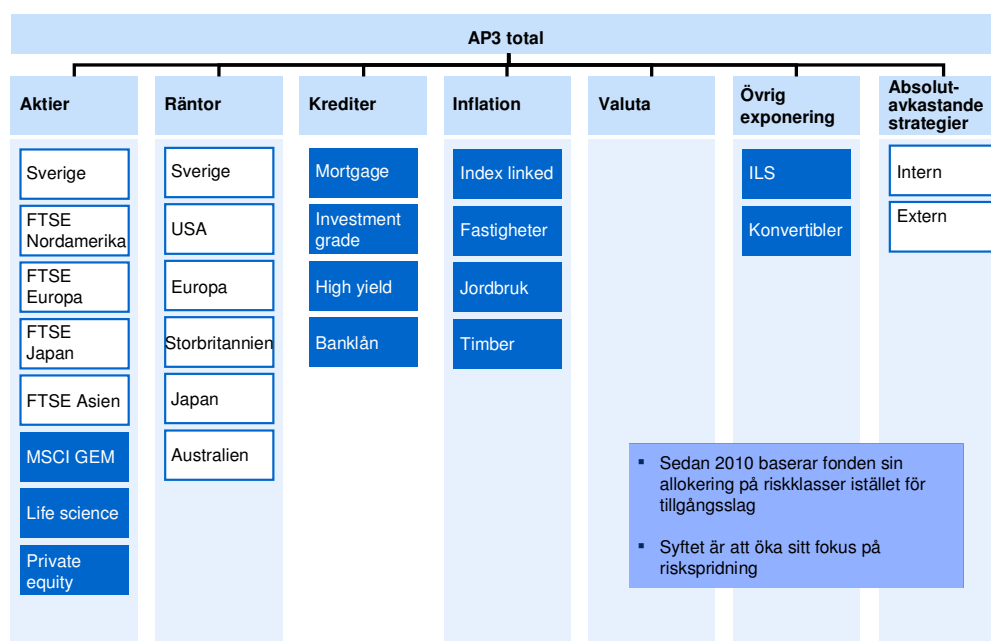
¹ Förvaltning som försöker överträffa index med liten aktiv risk (små avvikelser från index)

² Insurance-linked securities

Bild 32

Översikt över Tredje AP-fondens nya riskklasstruktur

□ Likvid
 ■ Mindre likvid



KÄLLA: Tredje AP-fonden

TREDJE AP-FONDENS RESULTAT 2001-2010

Fondens totala kapital ökade 2001-2010 från SEK 132 miljarder till SEK 221 miljarder (Bild 33). Av ökningen på SEK 89 miljarder bidrog avkastning efter kostnader med SEK 78 miljarder. 2010 års avkastning var SEK 18 miljarder (9,0%) efter kostnader.

Fondens totala kostnader under perioden 2001-2010 var SEK 2,5 miljarder (i genomsnitt 0,14%) och kostnaderna minskade under 2010 från SEK 0,32 miljarder (0,17%) till SEK 0,30 miljarder (0,14%). Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar².

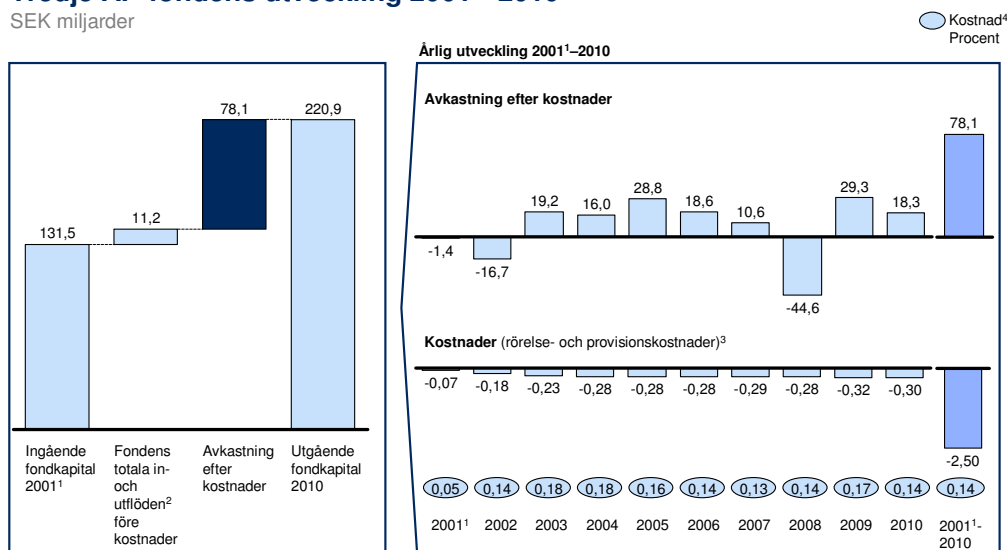
¹ Avser 1 juli 2001

² En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden

Bild 33

Tredje AP-fondens utveckling 2001¹–2010

SEK miljarder



Notera: Beräkningar baserade på fondens resultatsystem, vilket innebär att det kan förekomma små skillnader jämfört med redovisade resultat

¹ 1 juli 2001

² Fondens angivna totala in- och utflöden vilket inkluderar nettoinlöden från Pensionsmyndigheten och särskilda förvaltningen samt vissa kostnader

³ Kostnader från årsredovisningar: rörelsens kostnader (personalkostnader, övriga förvaltningskostnader) samt provisionskostnader; exklusive rörliga provisionsersättningar samt de förvaltningskostnader för onoterade tillgångar som redovisas som del av ingående marknadsvärde

⁴ Total kostnad som andel av genomsnittet av årets ingående marknadsvärde och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)

KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

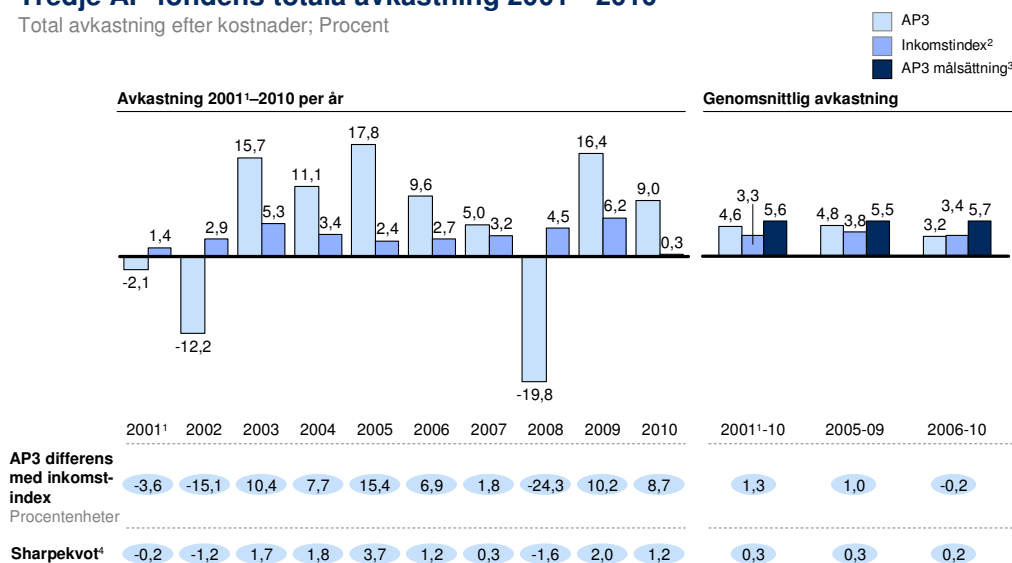
Fondens utveckling motsvarar en årlig avkastning efter kostnader på 4,6% under perioden 2001-2010, 3,2% under femårsperioden 2006-2010 samt 4,8% under 2005-2009 (Bild 34). Det här innebär att fonden inte nådde upp till styrelsens avkastningsmål under någon av dessa perioder. Avkastningen under perioderna har dock varit högre än inkomstindex, med undantag för den senaste femårsperioden 2006-2010.

I och med implementeringen av den nya dynamiska allokeringssmodellen har Tredje AP-fonden övergått till att basera allokeringen på riskklasser istället för tillgångsslag. Det gör att jämförelsen av allokering över tid endast blir indikativ. Under 2002 gjorde Tredje AP-fonden en stor omallokering till följd av en revidering av fondens ALM-modell under hösten 2001. Sedan 2002 har fonden i sin faktiska portfölj minskat andel räntor samt svenska och utländska (exklusive tillväxtmarknader) aktier till förmån för alternativa tillgångar och aktier i tillväxtmarknader. Under 2010 viktade VD/förvaltningsorganisationen inom ramen för sitt mandat först ned aktieandelen under våren och viktade sedan under hösten upp andelen till samma nivå som vid årets början. Utöver detta skedde inga större ändringar i allokeringen mellan riskklasser under 2010 (Bild 35).

Bild 34

Tredje AP-fondens totala avkastning 2001¹-2010

Total avkastning efter kostnader; Procent



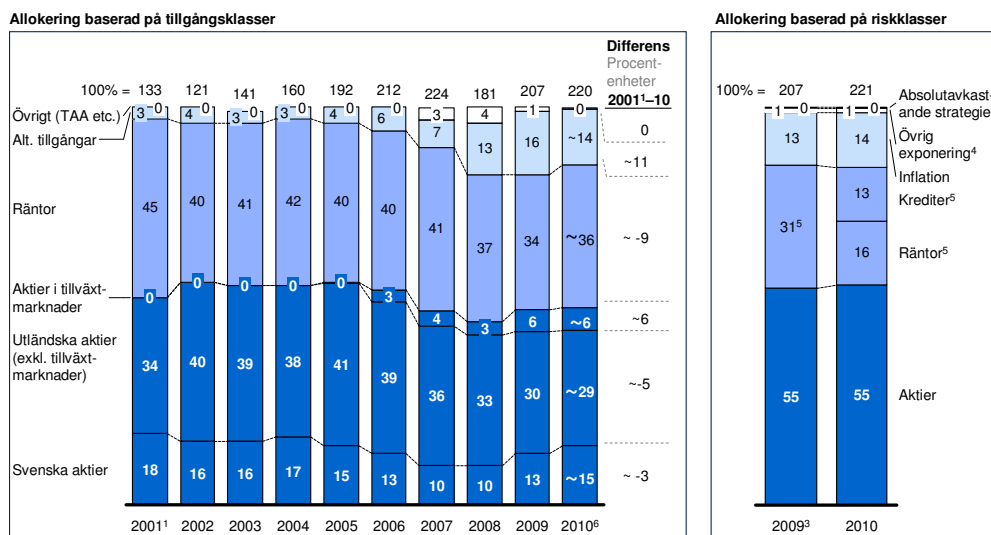
Notera: Beräkningar baserade på fondens resultatsystem, vilket innebär att det kan förekomma små skillnader jämfört med redovisade resultat
 1 1 juli 2001 (för 2001 anges annualiserad avkastning)
 2 Inkomstindex från Försäkringskassan
 3 Tredje AP-fondens genomsnittliga målsättning (4,0 % real avkastning och 1,3-1,7 % i genomsnittlig inflation) (för inflationsberäkningen används årlig inflationstakt mätt månadsvis från SCB)
 4 Sharpekvot baserad på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel och antagande om 260 handelsdagar
 Sharpekvoten definieras som riskpremien (fondens avkastning minus den riskfria räntan) dividerat med fondens risk (måts med standardavvikelsen)

KÄLLA: Tredje AP-fonden; Försäkringskassan; SCB; McKinsey-analys

Bild 35

Tredje AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001¹-2010²

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



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

KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

VÄRDET AV STRATEGISKA BESLUT OCH AKTIV AVKASTNING 2001¹-2010

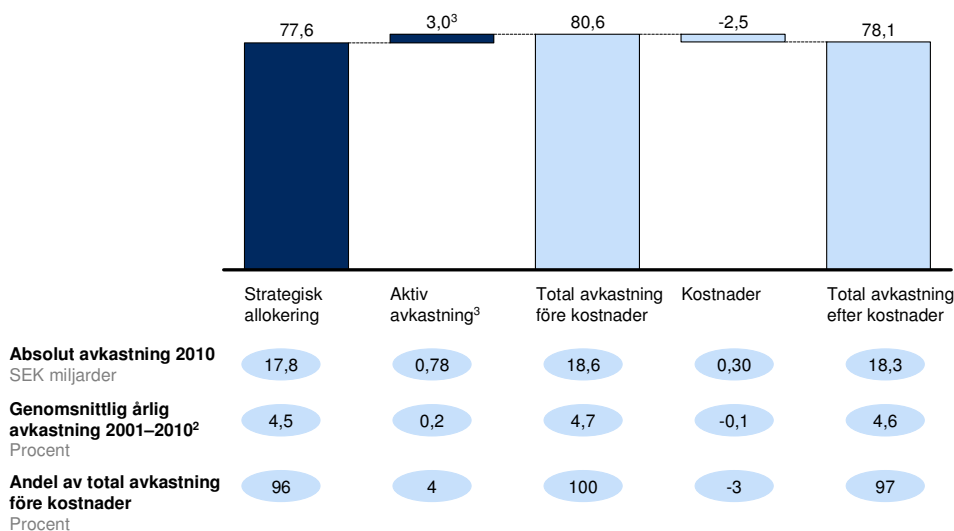
En analys av de viktigaste källorna till Tredje AP-fondens avkastning visar att fonden 2001-2010 genererat SEK 78 miljarder från strategiska beslut och SEK 3,0 miljarder från aktiv avkastning. Den strategiska besluten har därmed bidragit med 96% av avkastningen och den aktiva förvaltningen med 4% (Bild 36). Givet fondens arbetssätt, med fokus på totalportföljen och ej relativa avvikelser, är det svårt att mäta och följa upp resultatet av den dynamiska allokeringen.

Tredje AP-fondens aktiva avkastning 2001-2010 uppgick till SEK 3,0 miljarder (i genomsnitt 0,22% per år) (Bild 37) med stora variationer mellan åren. Aktiv avkastning definieras sedan 2010 som avkastningen från absolutavkastande strategier tillsammans med avvikelser från index för betaportföljen. 2010 genererade fonden en aktiv avkastning före kostnader på SEK 0,8 miljarder: SEK 0,56 miljarder från absolutavkastande strategier och 0,22 miljarder från beta-förvaltningen. Detta innebär att fonden inte riktigt nådde sitt mål på SEK 0,6 miljarder i absolutavkastande strategier. Fonden nådde däremot sitt mål på SEK 0,1 miljarder från aktiv avkastning i betaportföljen. Under de två senaste femårsperioderna har den ackumulerade aktiva avkastningen varit SEK 0,2 miljarder respektive SEK 1,4 miljarder (0,17% respektive 0,20% per år).

Bild 36

Nedbrytning av avkastningen för Tredje AP-fonden 2001¹-2010

Absolut avkastning 2001¹-2010; SEK miljarder



¹ 1 juli 2001

² Årlig avkastning baserat på geometrisk medelvärde av daglig procentuell avkastning

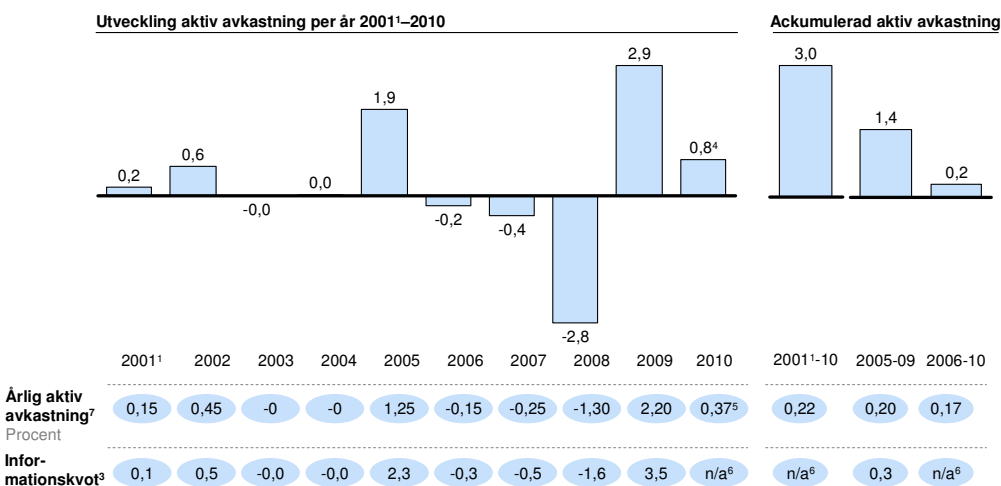
³ Aktiv avkastning definieras 2010 som avkastningen från absolutavkastande strategier (SEK 563 miljoner 2010) tillsammans med avvikelser från index för betaportföljen (SEK 215 miljoner 2010)

KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

¹ Avser 1 juli 2009

Tredje AP-fondens aktiva avkastning 2001¹–2010

Årlig aktiv avkastning² före kostnader; SEK miljarder



1 1 juli 2001

2 Total aktiv avkastning för likvidportföljen vilket utgörs av aktiv förvaltning inom tillgångsslag exkl. alternativa investeringar, aktiv avkastning från overlaymandat samt allokerings effekter för 2001¹-2009

3 Annualiserad informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar. Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett

4 Aktiv avkastning definieras 2010 som avkastningen från absolutavkastande strategier (SEK 563 miljoner 2010) tillsammans med avvikelser från index för betaportföljen (SEK 215 miljoner 2010)

5 För 2010 definieras procentuell årlig aktiv avkastning som den aktiva avkastningen i förhållande till medel av ingående och utgående balans

6 Informationskvot för 2001¹-2010 samt 2006-2010 kan inte räknas ut då fonden bytt definition för aktiv avkastning under perioden

7 Beräknas på daglig basis för 2001-2009 samt på årlig basis för 2010

KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

7. Grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Fjärde AP-fondens verksamhet 2010. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2010 och den totala avkastningen samt värdet av strategiska beslut och aktiv förvaltning 2001¹-2010.

FJÄRDE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSE 2010

Fjärde AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Fondens styrelse har tidigare satt ett avkastningsmål att i genomsnitt uppnå en real total avkastning på minst 4,5% per år över en femårsperiod. Från och med 2010 har styrelsen förlängt tidshorisonten och har satt som mål att avkastningen ska uppgå till minst 4,5% per år över en tioårsperiod. Fonden ska inom ramen för detta uppnå en genomsnittlig aktiv avkastning om 50 baspunkter per år för den aktivt förvaltade likvida portföljen under en rullande treårsperiod.

Vid utgången av 2010 hade fondens organisation 51 anställda varav 23 inom förvaltningen. År 2009 hade fonden 53 anställda varav 21 inom förvaltningen. Förvaltningsorganisationen är uppdelad i enheterna Svenska aktier, Globala aktier, Alternativa Investeringar, Räntor/valuta och Tillgångsallokering.

Fjärde AP-fondens investeringsfilosofi bygger på tre steg; fokus på allokering mellan tillgångslag, avvägning mellan aktiv och passiv förvaltning samt avvägning mellan extern och intern förvaltning (stys av förväntad avkastning efter kostnader) (Bild 38). Fondens strategi är att ha stort fokus på allokering mellan tillgångsklasser varifrån det största bidraget till den totala avkastningen förväntas komma. Fonden arbetar på lång sikt med normalportföljen (den långsiktiga portföljen) med en horisont på 40 år. Normalportföljen baseras på en ALM-analys och beslutas av styrelsen en gång per år. Då normalportföljen har mycket lång sikt kompletteras den med den strategiska portföljen (den medelfristiga portföljen) med en horisont på 3-5 års sikt. Den strategiska portföljen utgår från normalportföljen och anpassas till rådande konjunkturläge med hjälp av fondens medelfristiga avkastningsprognoser. Under 2010 beslutade styrelsen om den strategiska portföljen. Över tid har Fjärde AP-fonden ökat fokus på de medelfristiga besluten och från och med februari 2011 har styrelsen gett VD och förvaltningen mandat att bestämma den medelfristiga strategiska portföljen inom ramen för en riskbudget på 2,6% och med ett mål att skapa 50 baspunkter avkastning över normalportföljen. Aktiv förvaltning är

¹ Avser 1 juli 2001

också en viktig komponent och 61% av tillgångarna förvaltas idag aktivt. Huvuddelen av den aktiva förvaltningen investerar relativt ett jämförelseindex, men fonden bedriver också absolutavkastande aktiv förvaltning i den globala portföljens alfaförvaltning (Ivaldi), den taktiska allokeringen och den aktiva valutaförvaltningen.

Bild 38

Fjärde AP-fondens förvaltningsmodell

Investeringsfilosofi	Förvaltningsmodellens byggpelare
<p>Förvaltningsbeslut i tre steg</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Allokering – Fokus på allokering mellan olika tillgångsslag med betoning på den medelfristiga (3-5 års sikt) allokeringen ▪ Aktiv eller passiv förvaltning – Fonden ska bara förvalta tillgångar aktivt när det finns goda förutsättningar att nå en positiv aktiv avkastning ▪ Extern eller intern förvaltning – Valet mellan extern och intern förvaltning styrs av förväntad avkastning och kostnader 	<p>Långfristiga beslut >5 års sikt</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Normalportfölj baserad på ALM-analys med 40 års sikt <ul style="list-style-type: none"> – Sammansatt endast av index – Bestämmer den långsiktiga tillgångs- och valutafördelningen ▪ Utgör jämförelseindex för den strategiska portföljen ▪ Beslutas av styrelsen
	<p>Medelfristiga beslut 3-5 års sikt</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Strategisk portfölj med 3-5 års sikt baserad på medelfristig marknadsanalys och portföljanslys <ul style="list-style-type: none"> – Bestämmer medelfristig tillgångs- och valutafördelning, duration, kreditexponering samt regional fördelning – Sammansatt av index (faktiska portföljens jämförelseindex) samt aktier, obligationer, derivat etc (strategiska positioner) ▪ Utgör jämförelseindex för den faktiska portföljen ▪ Beslutas av styrelsen med särskilt mandat till VD ▪ Fr.o.m 2011 har VD ett eget riskmandat med 50 bp som förväntat mål
	<p>Aktiv förvaltning <1 års sikt</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Förvaltning av den taktiska portföljen genom aktiva eller passiva positioner i aktier, räntebärande tillgångar, derivat etc ▪ VD, eller den VD utser, beslutar om investeringar ▪ 61 % av tillgångarna förvaltades aktivt (58 % 2009) <ul style="list-style-type: none"> – Under 2010 kom främsta bidraget från aktiv förvaltning från räntebärande tillgångar och svenska aktier ▪ All likvid aktiv förvaltning är intern (med undantag av Ivaldi)
	<p>Extern vs. intern förvaltning</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 23 % av tillgångarna förvaltas externt (21 % 2009), främst genom indexförvaltning av globala aktier

KÄLLA: Fjärde AP-fonden

Under 2010 genomförde fonden förändringar i normalportföljen samt den strategiska portföljen. Normalportföljen förändrades genom en minskning av andelen globala aktier (-2,2%) samt en ökning i fastigheter (+0,7%), aktier i tillväxtmarknader (+0,8%) och alternativa investeringar (+0,7%). I den strategiska portföljen eliminerades undervikterna i globala och svenska aktier (+0,5% vardera) och motsvarande övervikt i räntebärande tillgångar (-1,0%). Dessutom minskade den strategiska undervikten i EUR och undervikten i JPY ökade. Under 2010 lanserades en ny plattform för alfaförvaltning av globala aktier (Ivaldi) och vid årsskiftet fanns 4 externa mandat på plattformen (tidigare var all likvid aktiv förvaltning intern). I och med detta ökade avkastningskravet för globala aktier från 23 till 50 baspunkter. Dessutom ökade andelen elektronisk handel och nya instrument introducerades (till exempel optioner på ränteterminer). Fonden förvärvade även Bostadsaktiebolaget Domborn (Vasakronans bostadsbestånd) som äger fastigheter till ett värde av drygt SEK 5,5 miljarder.

FJÄRDE AP-FONDENS RESULTAT 2001-2010

Fondens totala kapital ökade 2001-2010 från SEK 132 miljarder till SEK 213 miljarder (Bild 39). Av ökningen på SEK 81 miljarder bidrog avkastning efter kostnader med SEK 70 miljarder. 2010 års avkastning var SEK 21 miljarder (10,9%) efter kostnader.

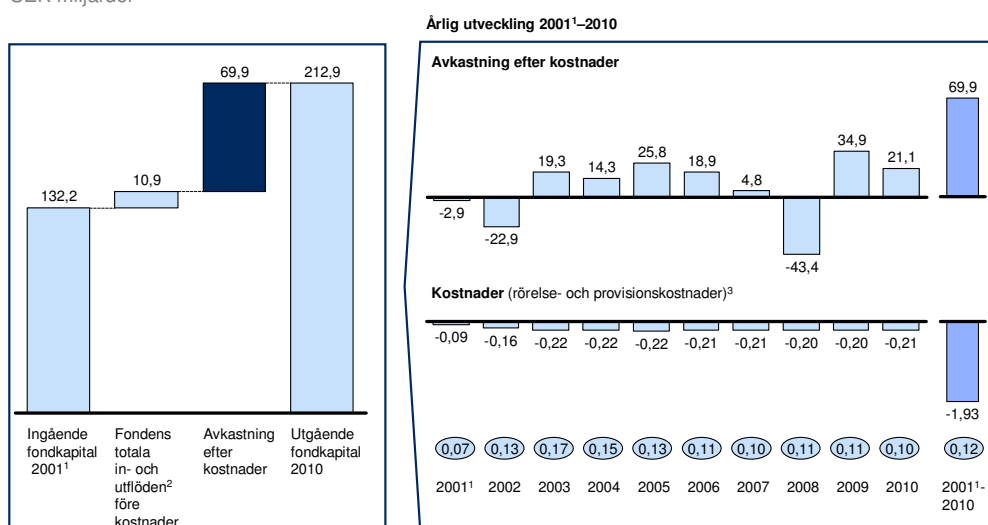
Fondens totala kostnader under perioden var SEK 1,9 miljarder (i genomsnitt 0,12%), vilket är lägst av fonderna. Fjärde AP-fondens kostnader har legat på en jämn nivå under de senaste åren. Förvaltningskostnaderna bör dock inte enbart analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonden skapar².

Bild 39

Fjärde AP-fondens utveckling 2001¹-2010

SEK miljarder

○ Kostnad⁴
● Procent



Notera: Beräkningar baserade på fondens resultatsystem, vilket innebär att det kan förekomma små skillnader jämfört med redovisade resultat

¹ 1 juli 2001

² Fondens angivna totala in- och utflöden vilket inkluderar nettoutflöden från Pensionsmyndigheten och särskilda förvaltningen samt vissa kostnader

³ Kostnader från årsredovisningar: rörelsens kostnader (personalkostnader, övriga förvaltningskostnader) samt provisionskostnader; exklusive rörliga ersättningar samt de förvaltningskostnader för onoterade tillgångar som redovisas som del av ingående marknadsvärde

⁴ Total kostnad som andel av genomsnittet av årets ingående marknadsvärde och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)

KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

Fjärde AP-fondens utveckling motsvarar en årlig avkastning efter kostnader på 4,2% under perioden 2001-2010, 3,8% under femårsperioden 2006-2010 samt 4,9% under 2005-2009 (Bild 40). Detta innebär att fonden inte nått upp till styrelsens mål om 4,5% real avkastning plus inflation (1,5-1,7%) under någon av dessa tidsperioder. Avkastningen under perioderna har dock varit högre än inkomstindex.

Fjärde AP-fonden hade vid utgången av 2010 högst andel aktier i sin portfölj av Första till Fjärde AP-fonderna. Den största förändringen i fondens faktiska allokering 2001-2010

¹ Avser 1 juli 2001

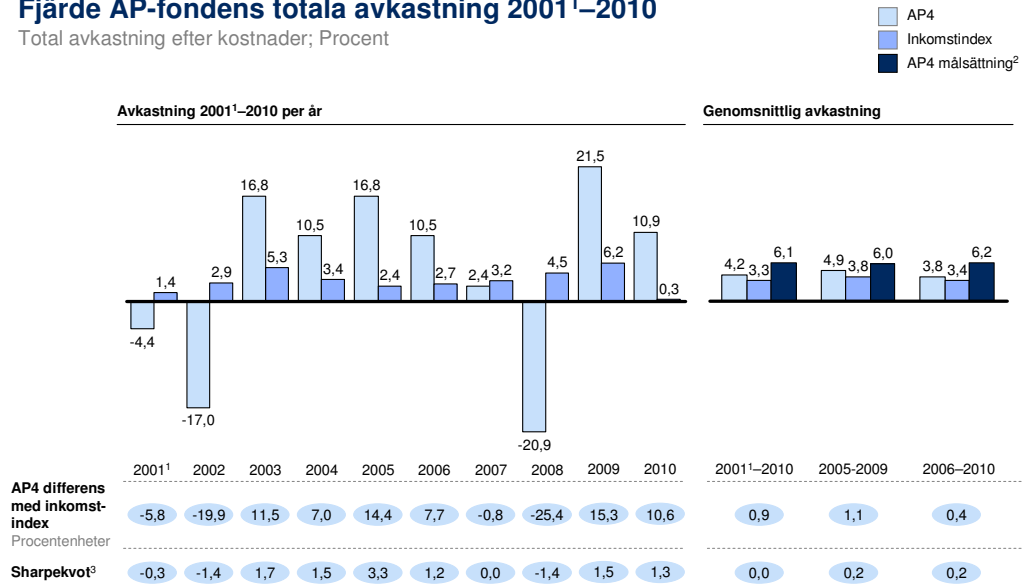
² En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden.

var att fonden mellan 2006 och 2010 gick från 0% till 6% investerat i aktier i tillväxtmarknader genom att omallokera från andra utländska aktier och svenska aktier (Bild 41).

Bild 40

Fjärde AP-fondens totala avkastning 2001¹–2010

Total avkastning efter kostnader; Procent



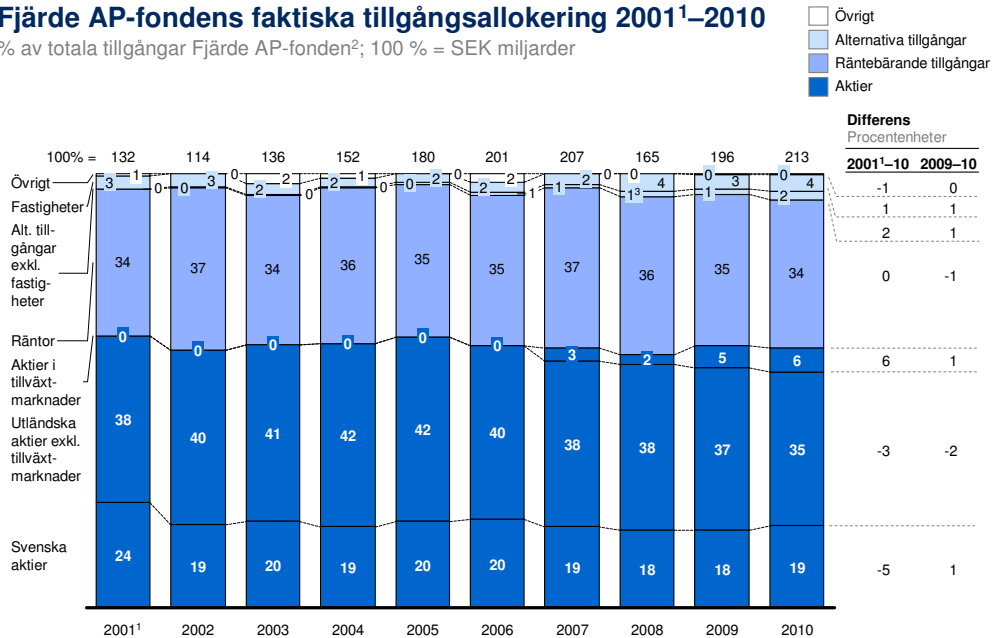
Notera: Beräkningar baserade på fondens resultatsystem, vilket innebär att det kan förekomma små skillnader jämfört med redovisade resultat
 1 1 juli 2001 (för 2001 anges annualiserad avkastning)
 2 Fjärde AP-fondens genomsnittliga målsättning. 2010 var målsättningen 4,5 % i real avkastning med 1,3 % inflation och under 2001-2010 har målsättningen varit 4,5 % i real avkastning med genomsnittlig inflation på 1,5-1,7 % (för inflationsberäkningen används årlig inflationsstakt mätt månadsvis från SCB)
 3 Sharpekvot baserad på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel och antagande om 260 handelsdagar. Sharpekvoten definieras som riskpremien (fondens avkastning minus den riskfria räntan) dividerat med fondens risk (måts med standardavvikelsen)

KÄLLA: Fjärde AP-fonden; Försäkringskassan; SCB; McKinsey-analys

Bild 41

Fjärde AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001¹–2010

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



1 Avser 1 juli 2001
 2 Den faktiska allokeringen den 31 december varje år

KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

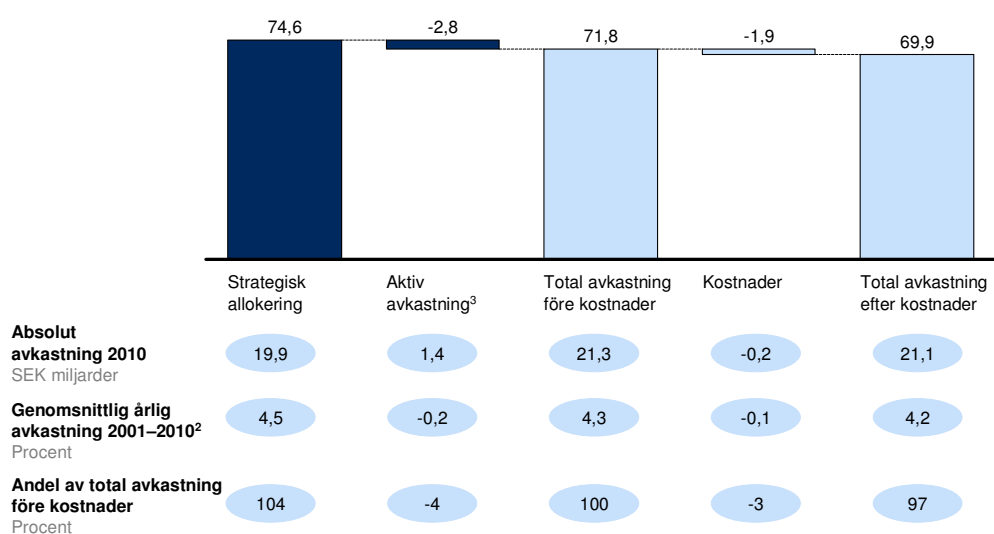
VÄRDET AV STRATEGISKA BESLUT OCH AKTIV FÖRVALTNING 2001¹-2010

En analys av de viktigaste källorna till Fjärde AP-fondens avkastning visar att fonden 2001-2010 genererat SEK 74,6 miljarder från strategiska beslut (från normalportföljen och den strategiska portföljen) och SEK -2,8 miljarder från aktiv avkastning före kostnader (Bild 42). Detta innebär att den aktiva avkastningen bidragit med -4% och de strategiska besluten har bidragit med 104% till avkastningen före kostnader.

Bild 42

Nedbrytning av avkastningen för Fjärde AP-fonden 2001–2010

Absolut avkastning 2001¹–2010; SEK miljarder



¹ 1 juli 2001

² Årlig avkastning baserat på geometrisk medelvärde av daglig procentuell avkastning

³ Total aktiv avkastning för likvidportföljen vilket utgörs av aktiv förvaltning inom tillgångsslag exkl. alternativa investeringar och aktiv avkastning från överlaymandat samt allokeringseffekter från strategisk till faktisk vikt i likvidportföljen; för 2008 - 2010 separerar fonden de aktiva mandaten på ett tydligare sätt och inkluderar inte avkastningsbidraget från implementeringen av den strategiska tillgångs- och valutafördelningen

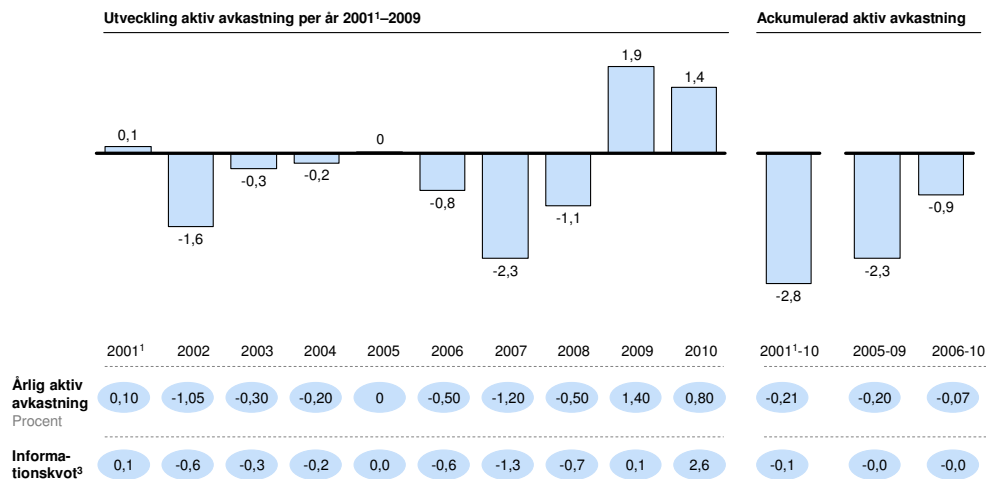
KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

Fjärde AP-fondens aktiva förvaltning har sedan 2001 bidragit till totalavkastningen med SEK -2,8 miljarder (-0,21% per år). Fram till och med 2008 var fondens aktiva avkastning negativ eller omkring noll samtliga år. Både 2009 och 2010 var dock den aktiva avkastningen positiv och bidrog till totalavkastningen (Bild 43). Under de två senaste rullande femårsperioder har det aktiva bidraget därmed varit negativt med mellan SEK -0,9 miljarder respektive SEK -2,3 miljarder. 2010 års aktiva avkastning före kostnader uppgick dock till SEK 1,4 miljarder. Under 2010 överträffade Fjärde AP-fonden sin målsättning för aktiv avkastning på 50 baspunkter (0,5%) över likvidportföljen i och med att den aktiva avkastningen uppgick till 80 baspunkter (0,8%).

¹ Avser 1 juli 2001

Fjärde AP-fondens aktiva avkastning 2001¹–2010

Årlig aktiv avkastning²; SEK miljarder



¹ 1 juli 2001

² Total aktiv avkastning för likvidportföljen vilket utgörs av aktiv förvaltning inom tillgångsslag exkl. alternativa investeringar och aktiv avkastning från overlaymandat samt allokeringseffekter från strategisk till faktisk vikt i likvidportföljen; för 2008 - 2010 separerar fonden de aktiva mandaten på ett tydligare sätt och inkluderar inte avkastningsbidraget från implementeringen av den strategiska tillgångs- och valutfördelningen

³ Annualiserad informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar. Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett

KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

8. Grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Sjätte AP-fondens verksamhet 2010. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva Sjätte AP-fondens verksamhet 2010 och att redovisa avkastningen från fondens totala portfölj och de olika delarna i fondens investeringsverksamhet. Ett av årets två fördjupningsområden utvärderar Sjätte AP-fondens strategi och mål. Resultaten från utvärderingen av fördjupningsområdet presenteras i kapitel 11.

SJÄTTE AP-FONDENS VERKSAMHET 2010

Sjätte AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet, men skiljer sig från de andra fyra buffertfonderna i flera avseenden. Sjätte AP-fondens uppdrag är att uppnå hög avkastning med tillfredställande riskspridning genom att investera i riskkapital främst i små och medelstora bolag i Sverige. Sjätte AP-fonden är en stängd fond, vilket innebär att fonden inte har några in- eller utflöden. Detta gör att fonden behöver arbeta med likviditetsplanering för att kunna göra uppföljningsinvesteringar i portföljbolag, nyinvesteringar och täcka löpande kostnader. Sjätte AP-fondens styrelse har satt ett långsiktigt avkastningsmål på det samlade fondkapitalet som uppgår till reporänta plus en riskpremie på 4,5%, vilket motsvarar 6,8% för perioden 2003-2010. I tillägg har fonden utvecklat en riskpremiemodell som specificerar avkastningsmålet för enskilda investeringar och affärsområden i investeringsverksamheten. Baserat på riskpremiemodellen var avkastningsmålet 2003-2010 8,3% för hela investeringsverksamheten.

Sedan starten 1996 har Sjätte AP-fonden genomgått viktiga förändringar (Bild 44). Under perioden fram till 2003 bestod verksamheten främst av en kapitalförvaltning som investerade i noterade aktier. Fonden har successivt gått mot att investera en allt större andel i riskkapital i onoterade aktier och 2003 kännetecknar starten på dagens verksamhet då kapitalförvaltningen helt avvecklades och fonden fick en gemensam målsättning. Två andra viktiga händelser i fondens historia inträffade 2006 och 2009. 2006 delades fondens verksamhet in i fyra affärsområden som är grunden för dagens organisation. 2009 beslutade fonden att efter svaga resultat under fem år utvärdera närvaron inom segmentet för expansionsbolag¹. Inget beslut har fattats om avveckling av portföljen med expansionsbolag eller om stopp för nyinvesteringar i expansionsbolag.

¹ Sjätte AP-fondens definition på expansionsbolag är företag som vid investeringstidpunkten har en årlig omsättning på under SEK 200 miljoner och som har negativt kassaflöde alternativt behöver tillförsel av ägarkapital för fortsatt tillväxt

Historiska milstolpar för Sjätte AP-fonden

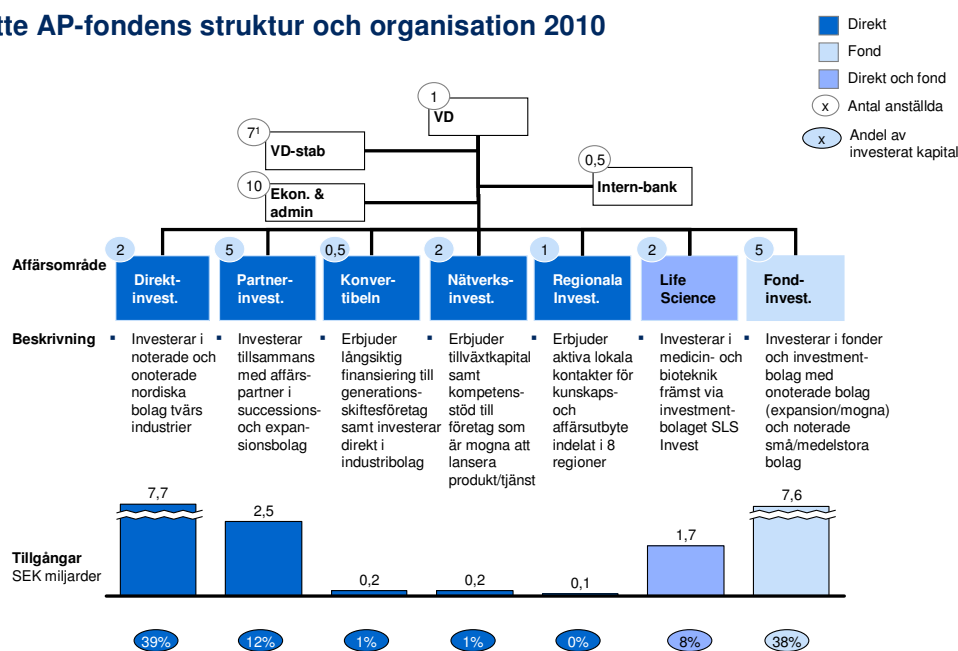
Milstolpar	Kommentarer	
1996	<ul style="list-style-type: none"> Fonden startas 	<ul style="list-style-type: none"> Startkapital SEK 10,4 miljarder Organisationen byggs upp <ul style="list-style-type: none"> – Första investeringen i onoterade aktier gjordes 1997 – Medel som inte investerades placerades i noterade aktier och räntor
1997	<ul style="list-style-type: none"> Kritik från regeringen 	<ul style="list-style-type: none"> Omlacering av räntor till noterade aktier som följd av kritiken från regeringen
2000	<ul style="list-style-type: none"> Lag om AP6 träder i kraft 	<ul style="list-style-type: none"> Befäste AP6 uppdrag att placering på svenska riskkapital-marknaden så att kraven på långsiktigt hög avkastning och riskspridning tillgodoses
2003	<ul style="list-style-type: none"> Ny verksamhetsbeskrivning av styrelsen 	<ul style="list-style-type: none"> Riskkapitalverksamheten tillräcklig stor för att betraktas som fondens kärnverksamhet <ul style="list-style-type: none"> – Hela fonden får en och samma målsättning – Absolut avkastningsmål för hela AP6 från och med 2003 – Avveckling av Kapitalförvaltningen och ersattes av internbanken – Implementeras 2003
2006	<ul style="list-style-type: none"> Ny affärsmodell 	<ul style="list-style-type: none"> Verksamheten delas upp i fyra affärsområden (Direktinvesteringar, Partnerinvesteringar, Life Science, Fondinvesteringar)
2007	<ul style="list-style-type: none"> AP Nätverksinvesteringar 	<ul style="list-style-type: none"> Kompletterande affärsområde med inriktning på investeringar i regionala nätverk
2007	<ul style="list-style-type: none"> Komplettering av lag (2007:709) 	<ul style="list-style-type: none"> Sjätte AP-fonden får enligt lag också investera i utländska bolag
2008	<ul style="list-style-type: none"> AP Regionala Investeringar 	<ul style="list-style-type: none"> För att bygga relationer inom regionala nätverk (efter regionalkontorens avveckling)
2009	<ul style="list-style-type: none"> Utvärdering av portfölj av expansionsbolag 	<ul style="list-style-type: none"> Fondens portfölj av expansionsbolag utvärderas på grund av låg avkastning <ul style="list-style-type: none"> – Fonden beslutar att vara mer restriktiv med investeringar i expansionsbolag under en period och närmare utvärdera resultaten

KÄLLA: Sjätte AP-fonden; McKinsey-analys

Sjätte AP-fondens organisation var vid utgången av 2010 uppdelad i en internbank samt sju affärsområden (Bild 45). Vid utgången av 2010 hade fonden liksom 2009 totalt 34 anställda. Av dessa arbetar 17,5 anställda dedikerat i affärsområdena och övriga i centrala funktioner som stödjer affärsområdena. Vid utgången av 2010 förvaltades majoriteten av kapitalet (89%) i de tre största affärsområdena AP Direktinvesteringar (39%) AP Fondinvesteringar (38%) och AP Partnerinvesteringar (12%). Från och med den 1 januari 2011 är Sjätte AP-fonden inte längre indelad i sju affärsområden, utan verksamheten delas in i Företagsinvesteringar, Fondinvesteringar och Life Science.

Under 2010 genomförde Sjätte AP-fonden försäljningar till ett värde av SEK 2,2 miljarder, vilket inkluderar bland annat avyttringar av bolagen Kvarndammen, Sportex och Todos. Nyinvesteringar och tilläggsinvesteringar genomfördes 2010 till ett värde av SEK 1,4 miljarder. 2010 avgick Erling Gustafsson som VD och ersätts våren 2011 av Marianne Dicander Alexandersson. Adam Laurén är tillförordnad VD.

Sjätte AP-fondens struktur och organisation 2010



1 Inkluderar 2-3 externa konsulter som ej räknas in i fondens totala anställda

KÄLLA: Sjätte AP-fonden

RESULTAT FÖR SJÄTTE AP-FONDENS TOTALA PORTFÖLJ 1997-2010

Sjätte AP-fondens kapital har vuxit från SEK 10,4 miljarder till SEK 19,9 miljarder sedan 1996 (Bild 46). Sedan starten har fonden minskat andelen likvida medel förvaltade i internbanken och byggt upp en investeringsportfölj. Vid utgången av 2010 var likviditetsportföljen nära noll.

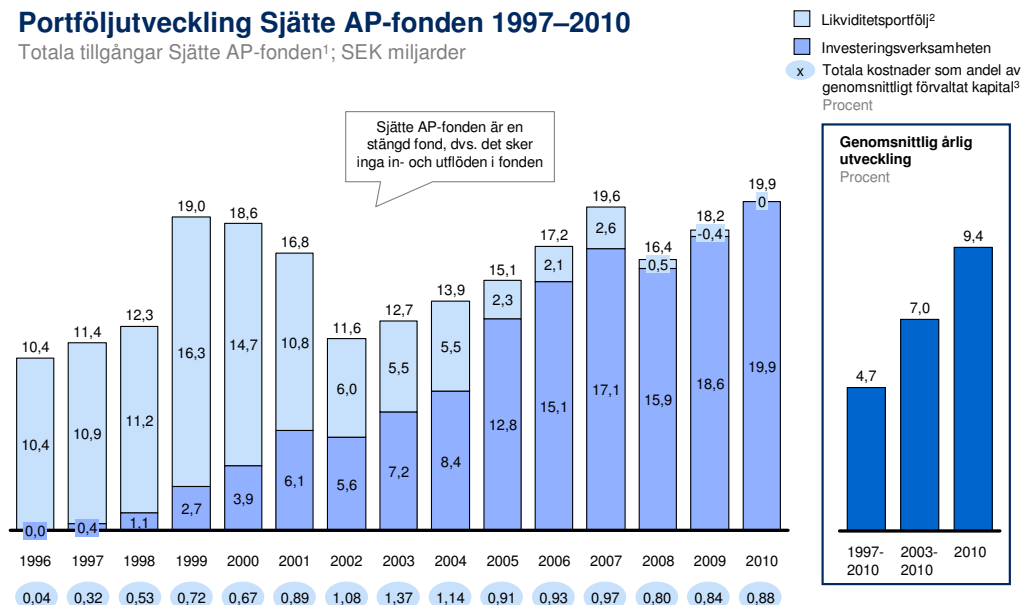
Fondens utveckling 1997-2010 motsvarar en avkastning under på 4,7% per år och 2003-2010 7,0% per år efter kostnader. Avkastningen under 2010 var SEK 1,7 miljarder eller 9,4%. Detta innebär att fonden har överträffat styrelsens långsiktiga avkastningsmål om 6,8% (4,5% + reporänta om 2,25%) under perioden 2003-2010. Före 2003 hade fonden inte målet om reporänta plus 4,5% (utan ett börsindex), men sett till perioden 1997-2010 nådde fonden inte upp till reporänta plus 4,5% som under perioden motsvarade 7,4% (Bild 47).

Sjätte AP-fondens uppdrag och portföljsammansättning samt att fonden är stängd försvårar en direkt jämförelse av hela fondens avkastning med externa index. Som referens har dock fondens avkastning under 2003-2010 har varit lägre än index för noterade svenska småbolag (MSCI Swedish Smallcap).

Bild 46

Portföljutveckling Sjätte AP-fonden 1997–2010

Totala tillgångar Sjätte AP-fonden¹; SEK miljarder

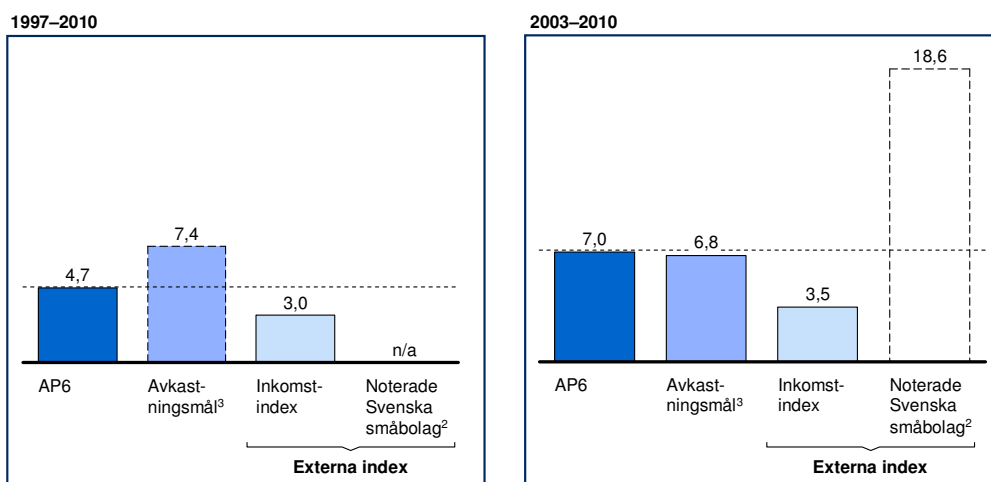


1 AP6 redovisningsprinciper inom tillgångslaget Private Equity: i) värdering görs vid årets utgång som inkluderar kvartal fyra, ii) försiktiga värderingsprinciper av onoterade tillgångar samt kostnadsfört samtliga tillgångsförda kostnader (inklusive förvaltningskostnader) och därmed tagit dem i resultatet
 2 Sedan 2003 internbanken. I internbanken ingår förutom kreditutnyttjande även hedging, korta tillgångar/skulder samt eventuellt övrigt kapital som inte är klassificerat att ingå i investeringsverksamheten. Kreditutnyttjandet var 31 december 2010 SEK 222 miljoner
 3 Totala kostnader enligt definition i fondens årsredovisning; externa management fees redovisas som del i anskaffningsvärdet
 KÄLLA: Sjätte AP-fonden; McKinsey-analys

Bild 47

Resultat Sjätte AP-fondens totala portfölj 1997–2010

Genomsnittlig årlig avkastning¹ efter totala kostnader; Procent



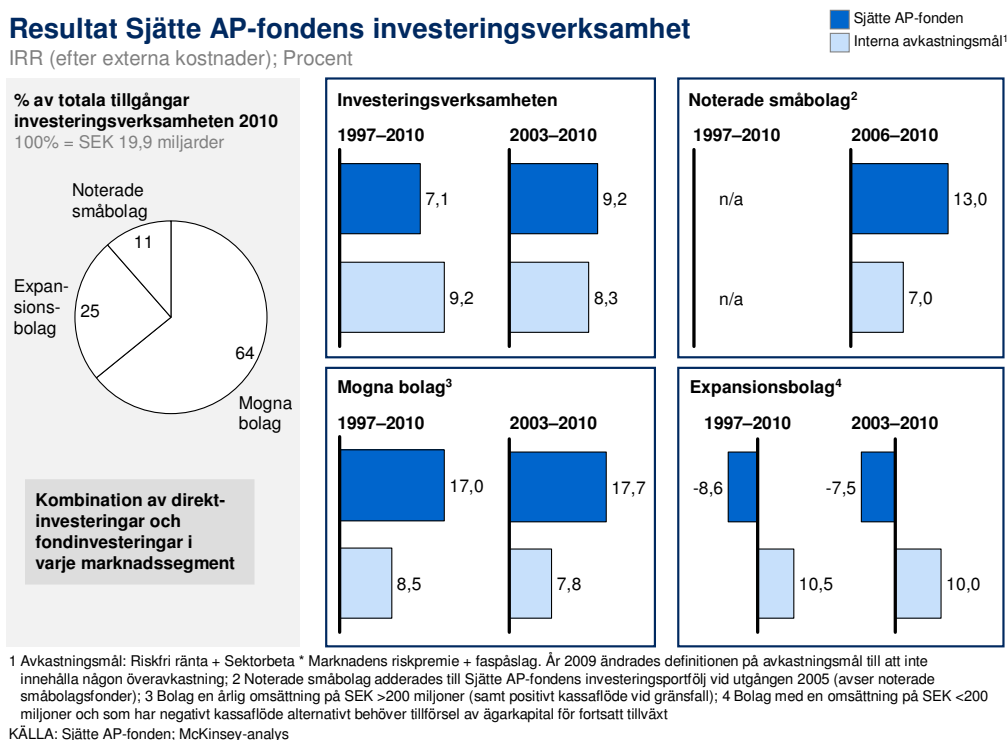
1 Nettoavkastning delat på ingående kapital
 2 Total return MSCI Swedish Smallcap
 3 Långsiktigt avkastningsmål sedan 2003: 4,5 % plus reporänta. Före 2003 var målet ett börsindex. Under 1997-2010 var reporäntan 2,9 % per år, under 2003-2010 var reporäntan 2,25 % per år
 KÄLLA: Sjätte AP-fonden; Datastream; McKinsey-analys

Fondens totala kostnader har under 2003-2010 varierat mellan SEK 130 och 180 miljoner per år, vilket motsvarar 0,80%-1,40% av det genomsnittliga kapitalet i fonden. 2010 uppgick kostnaderna till 0,88%, eller SEK 167 miljoner. I jämförelse med övriga AP-fonder är kostnaden högre som andel av totalt kapital, men jämförelsen har begränsad relevans givet fondernas olika verksamhetsinriktningar. Investeringar i onoterade aktier direkt eller via fonder är dyrare än investeringar i noterade värdepapper. Liksom för de andra AP-fonderna bör också kostnaderna sättas i relation till avkastningen.

RESULTAT FÖR SJÄTTE AP-FONDENS INVESTERINGSVERKSAMHET 1997-2010

Under perioden 2003-2010 genererade Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet en avkastning på 9,2% per år, vilket är högre än fondens mål. Målet för investeringsverksamheten 2003-2010 enligt fondens riskpremiemodell var 8,3%. Inom de olika marknadssegmenten har dock avkastningen varierat kraftigt (Bild 48).

Bild 48



Segmentet mogna bolag har genererat en årlig avkastning på 17,7% under 2003-2010, vilket var högre än avkastningsmålet på 7,8% per år. Noterade småbolag genererade en avkastning på 13,0% per år under tidsperioden 2006-2010 och överträffade därmed avkastningsmålet på 7,0%. Investeringarna i expansionsbolag har påverkat resultatet för investeringsportföljen negativt under 2003-2010. Avkastningen från investeringar i expansionsbolag uppgick till -7,5% per år under 2003-2010 och har därmed inte uppnått

fondens avkastningsmål. På grund av den låga avkastningen har styrelsen som tidigare nämnts beslutat att under en femårsperiod från 2009 utvärdera fondens närvaro i segmentet expansionsbolag.

9. Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Sjunde AP-fondens verksamhet 2010. Utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens nya förvaltningsmodell som infördes i maj 2010 samt att redovisa NAV¹-avkastningen och den aktiva avkastningen under 2010. För perioden januari – maj 2010 redovisas avkastning för Sjunde AP-fondens två fonder i den gamla förvaltningsmodellen (Premiesparfonden och Premievals-fonden) och för maj – december 2010 redovisas avkastning för fonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond i den nya modellen.

SJUNDE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2010

Under 2010 bytte Sjunde AP-fonden förvaltningsmodell. Till och med 20 maj 2010 förvaltade Sjunde AP-fonden två fonder i Premiepensionssystemet (PPM): Premiesparfonden (PSF) för den som inte aktivt valde en privat förvaltare i PPM och Premievals-fonden (PVF) som valdes aktivt i konkurrens med de övriga ~800 valbara fonderna i PPM-systemet. Den 24 maj 2010² ersattes Premiesparfonden och Premievals-fonden av Sjunde AP-fondens nya så kallade byggstensfonder AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Sex nya produkter lanserades (alla kombinationer av de två byggstensfonderna), varav AP7 SÅFA (Statens Årskullsförvaltningsinitiativ) är det nya förvalsalternativet för dem som inte aktivt väljer en förvaltare (Bild 49).

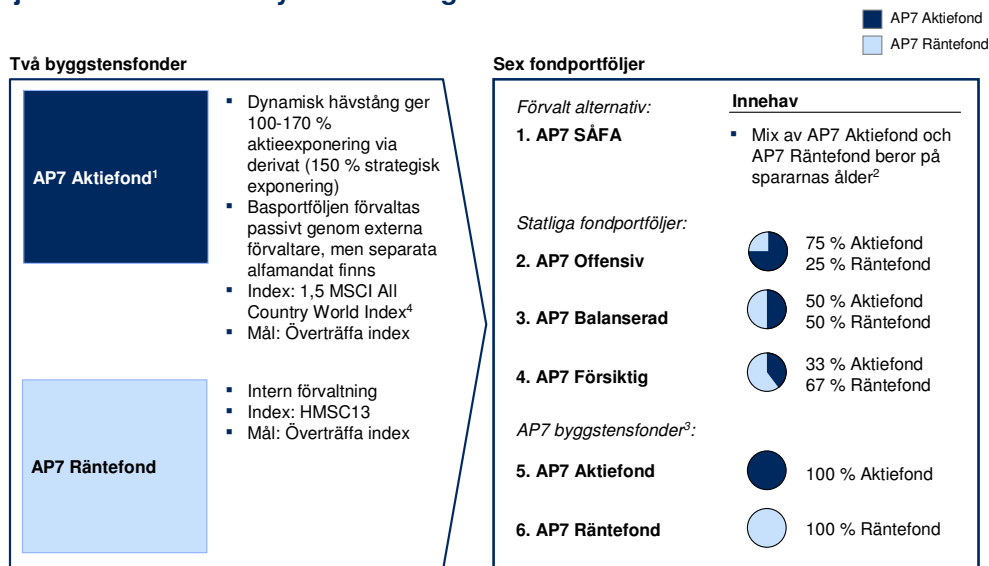
AP7 SÅFA är en typ av åldersförvaltning med en kombination av AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond som förändras med spararnas ålder (Bild 50). AP7 Aktiefond har en global inriktning med 97% globala aktier, en valutasäkrad hävstång som innebär en strategisk aktieexponering på 150% och aktiv förvaltning på utvalda marknader med fokus på kort till medellång sikt. Fonden är externt förvaltd till 93%. AP7 Räntefond innehåller främst svenska ränterelaterade instrument med låg kreditrisk och har normalt en genomsnittlig räntebindningstid på högst 3 år. Fonden är internt förvaltd.

¹ Net Asset Value

² Flytt av kapital skedde den 21 maj och 22-23 maj var ej handelsdagar

Bild 49

Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell

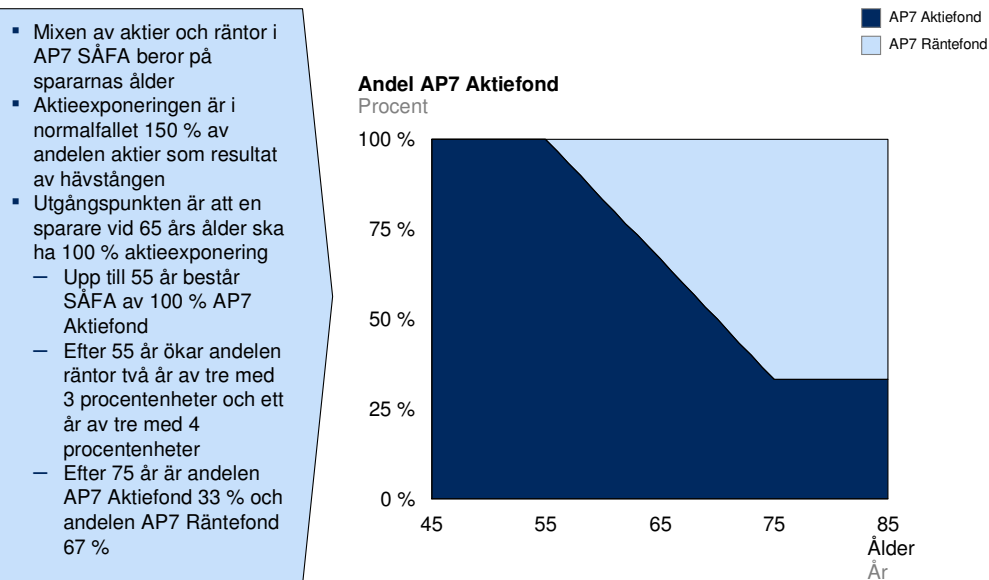


1 97% globala aktier (passiv förvaltning, MSCI All Country World Index), 3 % aktier i onoterade bolag
 2 Upp till 55 år består SÅFA av 100 % AP7 Aktiefond. Efter detta ökar andelen AP7 Räntefond med 3-4 procentenheter per år (två år av tre med 3 procentenheter och ett år av tre med 4 procentenheter). För 75 år och äldre är andelen AP7 Aktiefond 33 % och andelen AP7 Räntefond 67 %.
 3 Förutom att olika kombinationer av byggstensfonderna utgör AP7s fondportföljer kan dessa även väljas separat
 4 Det benchmark som används består av 1 x MSCI All Country World Index (omräknat i SEK) + 0,5 x MSCI All Country World Index (i USD)

KÄLLA: Sjunde AP-fonden

Bild 50

AP7 SÅFA



KÄLLA: Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fondens uppdrag är att placera fondmedlen så att, vid varje vald risknivå, långsiktigt hög avkastning uppnås. Styrelsen har fastställt följande avkastningsmål för respektive fond:

- AP7 SÅFA: Avkastningen ska minst motsvara PPM-index
- AP7 Aktiefond: Avkastningen ska överträffa jämförelseindex (1,5 MSCI All Country World Index¹)
- AP7 Räntefond: Avkastningen ska överträffa jämförelseindex (HMSC13²)

Grundfilosofin i Sjunde AP-fondens förvaltningsstrategi är passiv förvaltning, men fonden förvaltar även en del av kapitalet aktivt (~25%). Fonden har ett tredelat mål för medelfristig och aktiv avkastning:

- Aktieexponering³: 500 miljoner (över 1,5 MSCI All Country World Index) per år över en rullande 5-årsperiod
- Alfamandat: 150 miljoner (över 1,5 MSCI All Country World Index) för 2010 (kommer att vara högre framöver när alfamandatet utvärderas över helår)
- Private Equity: 2 procentenheter (över 1,5 MSCI All Country World Index) över en rullande 10-årsperiod

Två av Sjunde AP-fondens grundprinciper är stordriftsfördelar och hänsyn till den totala statliga pensionen. Fondens målsättning är att uppnå stordriftsfördelar genom att Sjunde AP-fonden endast har två underliggande fonder (AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond), vilket bland annat syftar till att uppnå lägre transaktionskostnader. Hänsyn till den totala allmänna pensionen, där premiepensionen endast utgör en liten del och resterande del (inkomstpensionen) följer pris- och löneutvecklingen i den svenska ekonomin, innebär att Sjunde AP-fonden vill skapa en hög aktierisk i AP7 SÅFA genom att öka aktieexponeringen med hjälp av en hävstång (tillåten hävstång är 0-70%) med syfte att öka möjligheten till hög avkastning.

Vid utgången av 2010 hade fondens organisation 17 anställda varav 5 inom förvaltningen. År 2009 hade fonden 18 anställda varav 5 inom förvaltningen. Förvaltningsorganisationen består av enheterna Valuta, Svenska aktier och Svenska räntor samt ett flertal externa förvaltare.

Utöver den nya förvaltningsmodellen har Sjunde AP-fonden också genomfört ett par andra viktiga förändringar under 2010. Fonden har ökat fokus på medellång allokering (1-3 års sikt). Till exempel har fonden ett stort spann i tillåten hävstång, men minskat transaktionell kortsiktig aktiv förvaltning. Dessutom togs valutahedgen i den aktiva förvaltningen bort i maj 2010 och övervikten i Sverige i aktieportföljen har tagits bort

¹ 1 x MSCI ACWI (omräknat i SEK) + 0,5 x MSCI ACWI (i USD)

² Ränteindex från Handelsbanken

³ Dynamisk hävstång (avsteg från den strategiska hävstången på 50%)

(följer MSCI All Country World Index med 97% globala aktier). Den 1 december 2010 tog Richard Gröttheim över som VD efter Peter Norman.

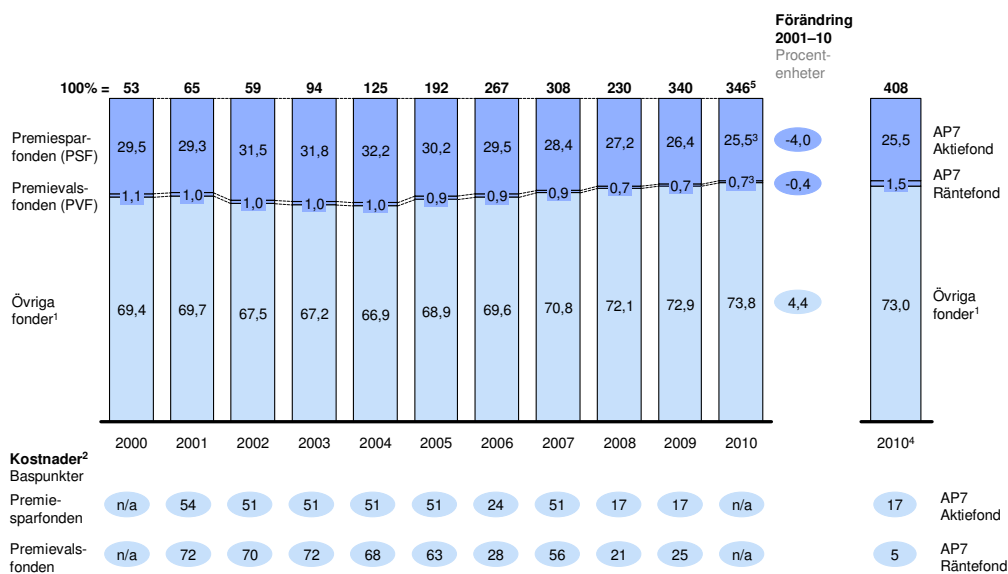
RESULTAT FÖR SJUNDE AP-FONDENS TOTALA PORTFÖLJ 2001-2010

Sjunde AP-fonden förvaltare vid slutet av 2010 27,0% av totala PPM-systemets kapital, varav 25,5% i AP7 Aktiefond och 1,5% i AP7 Räntefond (Bild 51). När PSF och PVF avslutades i maj 2010 fanns 25,5% av kapitalet i PSF och 0,7% i PVF. Sedan år 2000 har Sjunde AP-fondens andel av totala PPM-systemet minskat, totalt 3,6 procentenheter, drivet av ökad andel yngre sparare med små ackumulerade premiepensionsbesparingar och ökad andel aktiva sparare. Under hela perioden 2001-2010 genererade förvalsalternativet¹ i Sjunde AP-fonden i genomsnitt en avkastning på 2,04% per år, medan PPM-index hade en genomsnittlig avkastning på 1,68% per år.

Bild 51

Utveckling av totala PPM-kapitalet 2000–2010

Andel av totalt PPM-kapital per 31 december³; Procent; 100% = SEK miljarder



¹ 788 valbara fonder januari 2010 ² Kostnader (förvaltningskostnader och övriga transaktionsrelaterade avgifter) som andel av genomsnittligt totalt kapital ³ För 2010: 21 maj 2010 ⁴ 31 december 2010 ⁵ 31 maj 2010. Kapital tillförs huvudsakligen PPM i december

KÄLLA: Sjunde AP-fonden; PPM; Försäkringskassan; McKinsey-analys

Kostnader (exklusive courtage)² som andel av genomsnittligt kapital uppgick 2010³ till 0,17% för AP7 Aktiefond och 0,05% för AP7 Räntefond. Förvaltningsavgiften för AP7 Aktiefond respektive AP7 Räntefond uppgick 2010 till 0,15% respektive 0,09% av

¹ Premiesparfonden till och med 20 maj 2010 och AP7 SÅFA från och med 24 maj 2010

² Inkluderar förvaltningskostnader och övriga transaktionsrelaterade avgifter

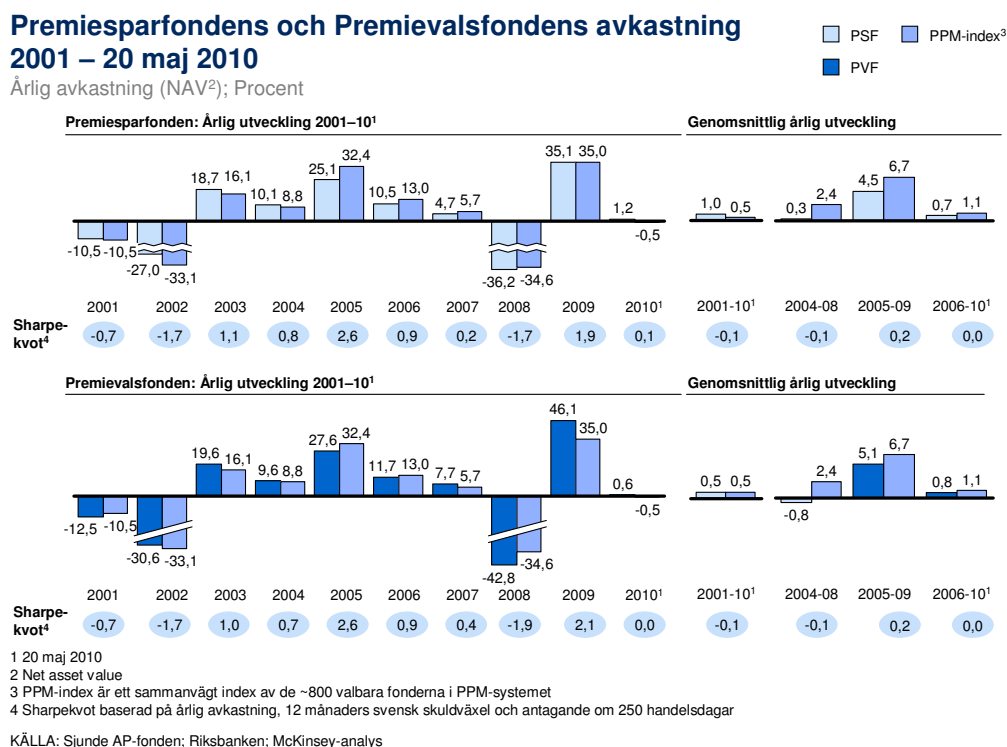
³ Avser perioden 24 maj till 31 december 2010

fondens förmögenhet. Genomsnittlig förvaltningsavgift hos de 778 fonder som ingick i PPM-systemet 31 december 2010 var 0,58%.

TOTALA RESULTAT FÖR PREMIESPARFONDEN OCH PREMIEVALSFONDEN 2001-2010 (20 MAJ)

Under Premiesparfondens löptid 2001-2010 (20 maj), motsvarade fondens utveckling en årlig NAV-avkastning på 1,0% per år, vilket är 0,5 procentenheter högre än PPM-index per år (Bild 52). Under de tre senaste femårsperioderna har Premiesparfonden dock genererat en lägre avkastning än PPM-index och därmed inte uppnått styrelsens avkastningsmål att överträffa PPM-index till en lägre risk under en löpande femårsperiod. Under Premievalsfondens löptid 2001-2010 (20 maj), motsvarade fondens utveckling en årlig NAV-avkastning på 0,5% per år, vilket är strax lägre än PPM-index per år. Under de tre senaste femårsperioderna har Premievalsfonden genererat en lägre avkastning än PPM-index och därmed inte uppnått styrelsens avkastningsmål att avkasta minst PPM-index + 0,35% per år över en löpande femårsperiod.

Bild 52



AKTIV AVKASTNING FÖR PREMIESPARFONDEN OCH PREMIEVALSFONDEN 2001-2010 (20 MAJ)

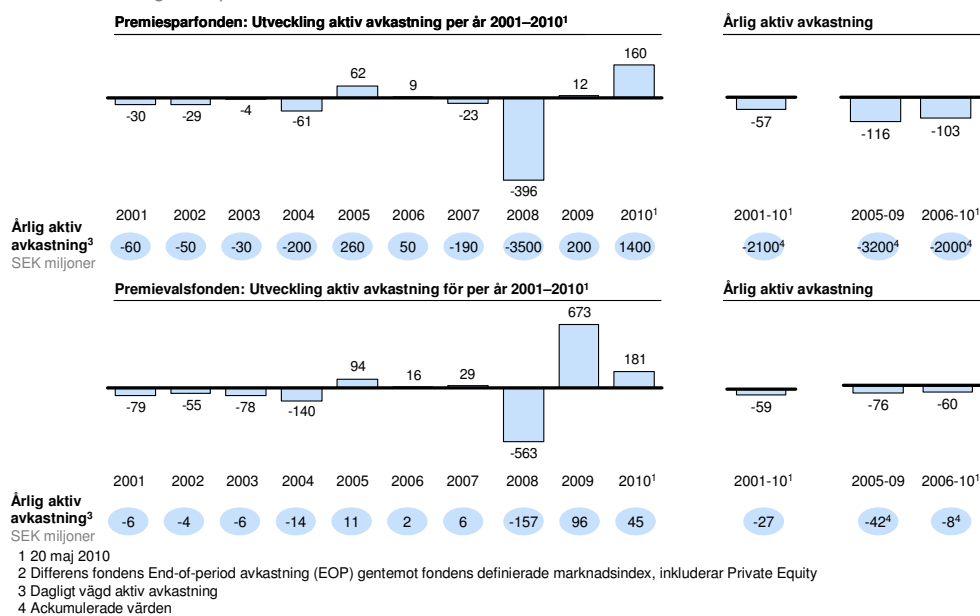
Premiesparfonden genererade under perioden 2001-2010 (20 maj) en aktiv avkastning på i genomsnitt -0,67% per år eller SEK -2,1 miljarder totalt, i hög grad drivet av 2008 då fondens uppvisat en negativ aktiv avkastning på -3,96% (Bild 53). Även under båda de två senaste femårsperioderna har den aktiva avkastningen varit negativ med -1,03% och -0,16% per år. Under 2010 genererade den aktiva förvaltningen SEK 1,4 miljarder i avkastning, eller 1,60%.

Premievalsfonden har under perioden 2001-2010 genererat en aktiv avkastning på -0,59% per år, liksom för PSF i hög grad drivet av 2008 då avkastningen var -5,63%. Trots ett positivt resultat år 2010 (1,81%) har inte den aktiva avkastningen varit positiv under någon av de två senaste femårsperioderna.

Bild 53

Premiesparfondens och Premievalsfondens aktiva avkastning 2001 – 20 maj 2010

Aktiv avkastning²; Baspunkter



KÄLLA: Sjunde AP-fonden; McKinsey-analys

TOTALA RESULTAT FÖR AP7 AKTIEFOND OCH AP7 RÄNTEFOND 2010 (24 MAJ – 31 DECEMBER)

AP7 Aktiefond genererade under perioden en positiv avkastning om 14,2%, vilket överträffade benchmark (MSCI All Country World Index) med 0,1 procentenhet. Under perioden byggdes hävstången upp successivt till drygt 50%, vilket benchmark har anpassats efter. AP7 Räntefond genererade under perioden en avkastning om -0,4%,

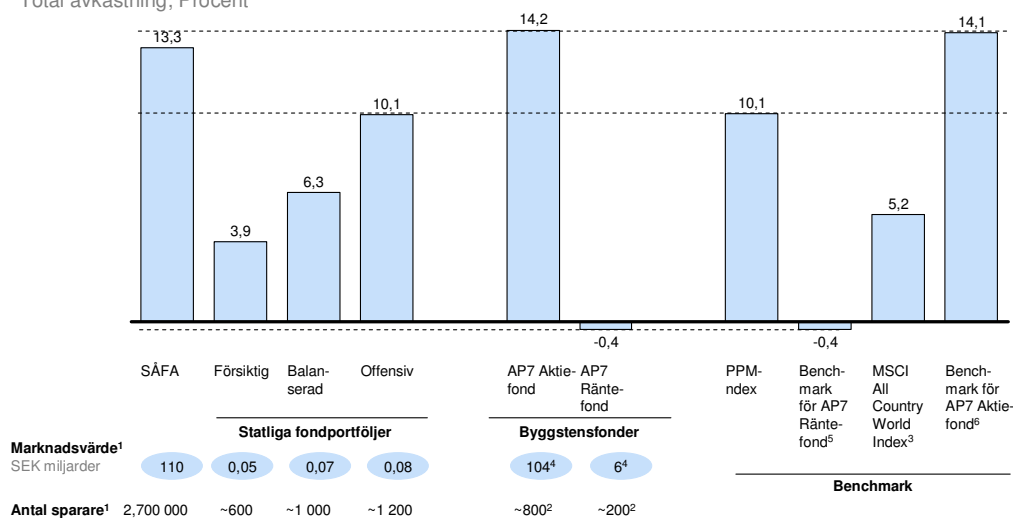
vilket var något lägre än benchmark (HMSC13). Således uppfyllde AP7 Aktiefond styrelsens mål medan AP7 Räntefond låg strax under målet.

AP7 SÅFA avkastade under perioden 13,3% vilket överträffade PPM-index med 3,2 procentenheter. Överavkastningen är delvis driven av ett år med hög avkastning på aktiemarknaden som gynnat AP7 SÅFA som har hög aktieexponering. Dessutom var AP7 SÅFA vid 2010 års utgång ej i balans (övertikt i aktier) på grund av relativt unga sparare i nya systemet. Statens fondportföljer avkastade samtliga under PPM-index (Bild 54).

Bild 54

Utveckling för Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell 24 maj – 31 december 2010

Total avkastning; Procent



1 31 december 2010 2 Avser de sparare som aktivt valt att investera hela eller delar av sin portfölj i en av byggstansfonderna (investeringar via SÅFA och statens fondportföljer ej inkluderade) 3 I SEK men ej valutasäkrat 4 Direkt i AP7 Aktiefond 0,028 miljarder, direkt i AP7 Räntefond 0,009 miljarder. Övrigt kapital investerat via SÅFA, Försiktig, Balanserad och Offensiv 5 HMSC13 6 AP7:s benchmark för AP7 Aktiefond kommer ett normalår bestå av 1 x MSCI ACWI (i SEK) + 0,5 x MSCI ACWI (i USD). För 2010 är benchmark anpassat för hävstångens successiva uppbyggnad under året

KÄLLA: Sjunde AP-fonden, AP7 Årsredovisning; McKinsey-analys

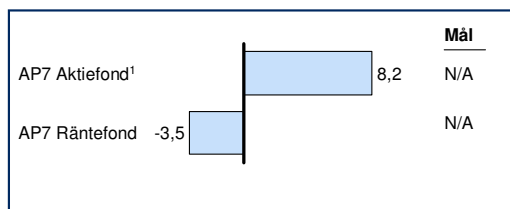
AKTIV AVKASTNING FÖR AP7 AKTIEFOND OCH AP7 RÄNTEFOND 2010 (24 MAJ – 31 DECEMBER)

Alfamandaten inom AP7 Aktiefond hade en negativ aktiv avkastning under perioden på SEK -259 miljoner, vilket underträffade årets mål om SEK 150 miljoner. Den dynamiska hävstången hade däremot en positiv aktiv avkastning om SEK 274 miljoner. Aktiv avkastning för PE-investeringar mättes ej under perioden (Bild 55).

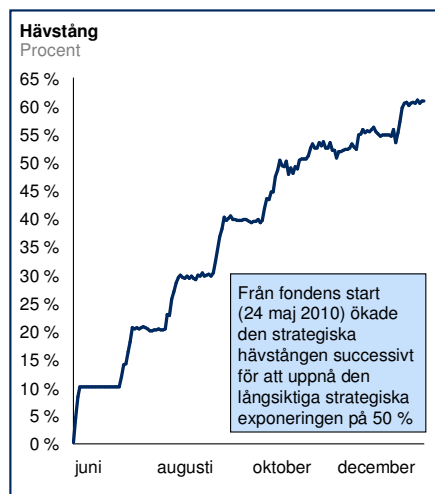
Aktiv avkastning AP7 24 maj – 31 december 2010

AP7

Baspunkter

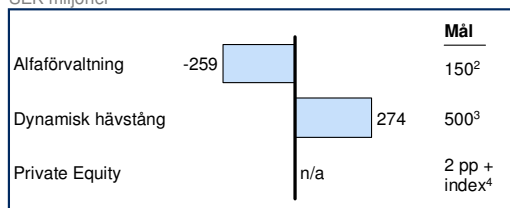


Hävstång¹ i AP7 Aktiefond



AP7 Aktiefond – absolutavkastande alfaförvaltning

SEK miljoner



¹ Inkluderar strategisk hävstång samt dynamisk hävstång. 31 december 2010 var den strategiska hävstången 50,92 % (exponering SEK 52 miljarder) och den dynamiska hävstången 9,98 % (exponering SEK 10 miljarder) ² 150 miljoner år 2010, kommer i framtiden bero på hur stora aktiva mandat fonden har ³ Årligt mål över en 5-årsperiod ⁴ MSCI All Country World Index

KÄLLA: Sjunde AP-fonden; McKinsey-analys

10. Fördjupningsområde 1: Implikationer av nya strategier för Första till Fjärde AP-fonderna

I det här kapitlet presenteras resultatet från årets fördjupningsområde om implikationer av nya strategier för Första till Fjärde AP-fonderna. Kapitlet är uppdelat i fyra avsnitt. Först beskrivs bakgrunden till valet av fördjupningsområde och ansatsen för utvärderingen. Därefter beskrivs vilka förändringar Första till Fjärde AP-fondernas gjort i sina förvaltningsmodeller sedan 2008. Därefter jämförs Första till Fjärde AP-fondernas förvaltningsmodeller med ett antal utländska pensionsfonders förvaltningsmodeller för att förstå likheter och skillnader. Baserat på resultaten från fördjupningsområdet har ett antal frågeställningar identifierats som bedöms vara viktiga att diskutera för att fortsätta utveckla fondernas verksamhet. Frågeställningarna presenteras i kapitel 3.

BAKGRUND OCH ANSATS

Fördjupningsområdet implikationer av nya strategier för Första till Fjärde AP-fonderna valdes i samråd med Finansdepartementet. Syftet med fördjupningsområdet är att beskriva hur Första till Fjärde AP-fonderna förändrat sina förvaltningsmodeller sedan 2008 och hur AP-fondernas förvaltningsmodeller idag jämför sig med ett urval av ledande utländska pensionsfonders förvaltningsmodeller. Beskrivningen och jämförelsen av Första till Fjärde AP-fondernas och de utländska pensionsfondernas förvaltningsmodeller fokuserar på sex områden:

- Målsättningar
- Investeringsstrategi och beslutsmandat för styrelse respektive VD
- Allokering
- Organisation och resurser
- Kostnadsnivå för förvaltningen
- Placeringsregler

Baserat på jämförelsen identifieras frågeställningar som bedöms viktiga för att fortsätta utveckla fondernas förutsättningar att vara framgångsrika med sina förvaltningsmodeller. Första till Fjärde AP-fonderna jämförs i utvärderingen med fem utländska pensionsfonder. De utländska pensionsfonderna är CPP och OTTP i Kanada, ATP i Danmark, ABP/APG¹ i Nederländerna och SPU i Norge (Bild 56). De olika fonderna har

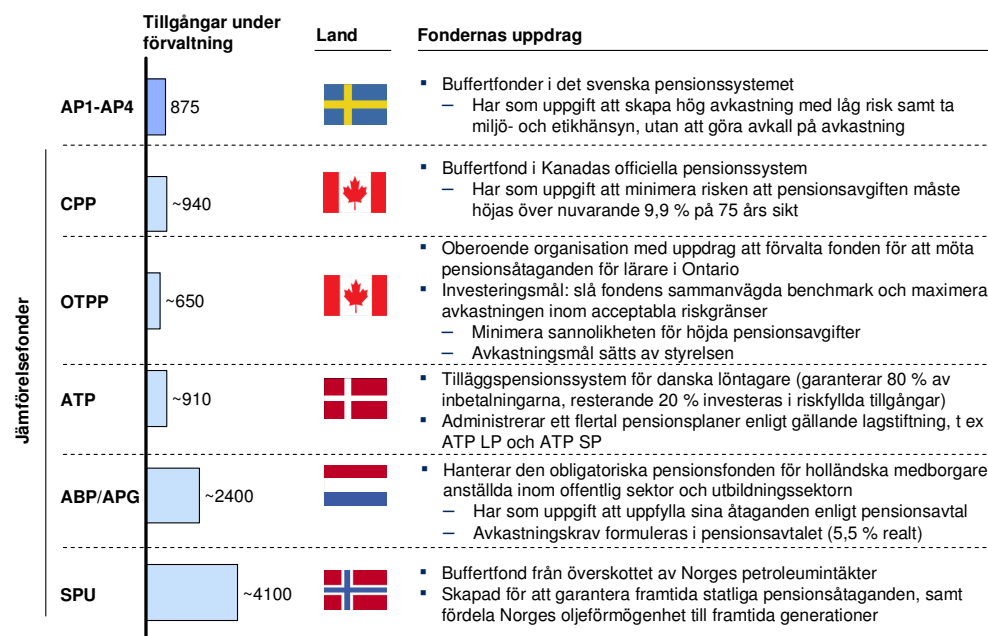
¹ ABP är pensionsfonden och APG förvaltningsorganisationen som också förvaltar kapital för andra pensionsfonder. I detta fördjupningsarbete har endast APGs förvaltning för ABPs räkning analyserats

olika uppdrag och CPP, som liksom Första till Fjärde AP-fonderna är en buffertfond, kan anses ha störst likhet med Första till Fjärde AP-fonderna i termer av fondens uppdrag.

Bild 56

Beskrivning av jämförelsefonder

SEK miljarder, 2010



KÄLLA: Årsredovisningar, McKinsey-analys

För att förstå Första till Fjärde AP-fondernas och de utländska pensionsfondernas förvaltningsmodeller har intervjuer genomförts med kapitalförvaltningsansvariga och andra nyckelpersoner inom förvaltning och investeringsstrategi på fonderna. Fondernas publika rapportering har också analyserats.

FÖRÄNDRINGAR I FÖRSTA TILL FJÄRDE AP-FONDERNAS FÖRVALTNINGSMODELLER 2008-2010

Första till Fjärde AP-fonden har alla genomfört viktiga förändringar i sina förvaltningsmodeller sedan 2008. De fyra fonderna har gjort olika förändringar, vilket innebär att det är större skillnader mellan fondernas förvaltningsmodeller idag än för ett par år sedan. Gemensamt för fonderna är att de i olika utsträckning ökat fokus på medelfristig/”dynamisk” allokering och analys av sin exponering mot olika typer av risker. Fonderna har också ökat fokus på alternativa investeringar och flera av fonderna har också infört absoluta mål för sin aktiva förvaltning. Fondernas övergripande målsättningar, fondernas kostnader för förvaltningen och fondernas placeringsregler har inte ändrats sedan 2008 (Bild 57).

Första till Fjärde AP-fondernas förvaltningsmodeller och förändringar 2008-2010

Huvudsakliga förändringar 2008-2010

	AP1	AP2	AP3	AP4
Målsättning⁵	<ul style="list-style-type: none"> Övergripande mål: 5,5 % nominellt (~3,8 % reall²) Aktiv avkastning: Inget övergripande mål 	<ul style="list-style-type: none"> Övergripande mål: 5,0 % reall Aktiv avkastning: 0,5 % 	<ul style="list-style-type: none"> Övergripande mål: 4,0 % reall Aktiv avkastning: Absolut-avkastande >600 mkr; Beta kostnadseffektiv 	<ul style="list-style-type: none"> Övergripande mål: 4,5 % reall Aktiv avkastning⁴: 50 bp över index
Investeringsstrategi och beslut	<ul style="list-style-type: none"> Dynamisk allokering Investeringsledning sätter strategisk portfölj (~5 år) och målportfölj (1-1,5 år) Styrelsen bestämmer riskmandat till VD VD bestämmer allokering genom implementeringsmandat Koncentrerad intern aktieförvaltning Ej löpande rebalansering 	<ul style="list-style-type: none"> Styrelse bestämmer långsiktig strategisk portfölj (>5 år) baserat på ALM TAA-grupp bestämmer taktisk allokering och aktiv förvaltning inom ramen för aktiv riskbudget Löpande intervallstyrd rebalansering 	<ul style="list-style-type: none"> Dynamisk allokeringsmodell (1-3 år) utifrån riskklasser baserad på bl.a. konjunkturprognos Styrelsen bestämmer allokeringsramar (t.ex. aktierisk +5 %-10 %) per riskklass; VD allokering inom styrelsens ramar Ej löpande rebalansering 	<ul style="list-style-type: none"> Styrelsen bestämmer normalportfölj (40 års sikt) genom ALM och strategisk portfölj (3-5 års sikt) för att utnyttja felprissättningar TAA-grupp bestämmer taktisk portfölj för aktiv förvaltning Löpande intervallstyrd rebalansering
Allokering 2010 (förändring 2007-10)	<ul style="list-style-type: none"> Utifrån tillgångsslag Alt. inv: 8% (+5 p.e.), varav PE: 2% (+1 p.e.) Ökat fokus på riskklasser och diversifiering genom alt. inv. 	<ul style="list-style-type: none"> Utifrån tillgångsslag Alt. inv: 11% (+6 p.e.), varav PE: 3% (+2 p.e.) Ökat fokus på alternativa inv. och tillväxtmarknader 	<ul style="list-style-type: none"> Utifrån riskklasser Alt. inv: 14% (+6 p.e.), varav PE: 5% (+1 p.e.) Ökat fokus på fastigheter (bl a som skydd mot inflationsrisk) 	<ul style="list-style-type: none"> Utifrån tillgångsslag Alt. inv: 6% (+2 p.e.), varav PE: 1% (+0 p.e.) Ökat fokus på fastigheter
Organisation och resurser	<ul style="list-style-type: none"> 44 anställda Extern förvaltning: 44 % Allokering intern Ökad andel aktiv förvaltning internt; mer strategisk istället för kvantbaserad handel 	<ul style="list-style-type: none"> 52 anställda Extern förvaltning: ~23 % Färre interna förvaltningsmandat 	<ul style="list-style-type: none"> 56 anställda Extern förvaltning: 37 % av betaportfölj, 50 % av aktiv risk Förvaltning av passiva aktiemandat internt sedan 2009 	<ul style="list-style-type: none"> 51 anställda Extern förvaltning: 23 % Bygger intern kompetens inom alternativa investeringar
Kostnadsnivå 2010² (förändring 2007-10)	<ul style="list-style-type: none"> 0,13% (-0,022 p.e.) Besparingsprogram 2009 	<ul style="list-style-type: none"> 0,17% (+0,039 p.e.) 	<ul style="list-style-type: none"> 0,14% (+0,004 p.e.) Besparingsprogram 2009 	<ul style="list-style-type: none"> 0,10% (-0,021 p.e.)
Placeringsregler¹	<ul style="list-style-type: none"> Räntor ≥ 30 % Onoterade aktier: < 5 % Inga råvaror Maximal ägarandel: 10%/30% noterat/onoterat 			

¹ Ej uttömmande; viktigaste reglerna ² Förelsens kostnader (personalkostnader & övriga förvaltningskostnader) samt provisionskostnader; exklusive rörliga ersättningar samt förvaltningskostnader för onoterade tillgångar som redovisas som del av ingående marknadsvärde ³ Enligt antagande från McKinsey om 1,7 % inflation ⁴ För den likvida portföljen ⁵ Det övergripande målet anges efter kostnader, medan målet för aktiv avkastning anges före kostnader
KÄLLA: Intervjuer; årsredovisningar; hemsidor; McKinsey-analys

Första till Fjärde AP-fondernas övergripande reala målsättningar varierar från 3,8% till 5,0% per år efter kostnader. Alla fonderna förutom Första AP-fonden har även ett separat övergripande mål för den aktiva förvaltningen. Andra AP-fondens mål för den aktiva förvaltningen är att den ska bidra med 0,5% avkastning för hela fonden. Tredje AP-fondens mål för aktiv förvaltning är nedbrutet i ett mål för fondens absolutavkastande strategier (så kallade ”alfa-förvaltningen”)¹ och ett mål för betaförvaltningen². För de absolutavkastande strategierna är målet att generera minst SEK 600 miljoner per år mätt över tre år. Målet för betaförvaltningen är att vara kostnadseffektiv, vilket VD operationaliserat i ett mål som innebär att den ska överavkasta jämförelseindex för den marknadsnoterade portföljen med 5 baspunkter (SEK ~100 miljoner per år). Fjärde AP-fonden är den enda av fonderna som har ett relativt mål för den aktiva förvaltningen. Målet uppgår till 50 baspunkter över Fjärde AP-fondens likvidportfölj³. Första AP-fonden fokuserar sedan 2009 bara på den totala avkastningen och utvärderar inte aktiv förvaltning på totalportföljsnivå. Fonden utvärderar dock resultatet för den aktiva förvaltningen på mandatnivå. Fondernas mål för aktiv förvaltning är före interna förvaltningskostnader.

Fonderna har ökat fokus på medelfristig/”dynamisk” allokering. Första och Tredje AP-fonderna har gått längst genom att ge VD och förvaltningen mandat att besluta om den

¹ Alfaförvaltning innebär kortsiktig aktiv positionstagning för att skapa överavkastning

² Betaförvaltning innebär passiv exponering mot en riskfaktor, såsom aktierisk eller kreditrisk

³ Hela portföljen exklusive alternativa tillgångar

kortsiktiga och medelfristiga allokeringen (Bild 58). Styrelsen i Första och Tredje AP-fonderna tar idag beslut om den långsiktiga allokeringen och ger VD mandat att inom vissa gränser utan styrelsebeslut förändra allokeringen på kort och medellång sikt (till exempel ett riktvärde och +/- 5% exponering mot aktier eller aktierisk). Ambitionen med den ökade flexibiliteten för VD och förvaltningen är att förvaltningen ska kunna göra prognoser av kortsiktiga och medelfristiga avvikelser från långsiktiga trender i värderingar (till exempel konjunktursvängningar) och därigenom generera högre avkastningen. Under 2010 har VD:arna i Första och Tredje AP-fonderna tagit flera beslut att förändra allokeringen inom ramen för sina medelfristiga mandat. Första och Tredje AP-fonderna gör inte längre någon löpande rebalansering. I Andra och Fjärde AP-fonderna beslutar under 2010 styrelsen om den långsiktiga och medelfristiga allokeringen. Andra AP-fonden fokuserar på en långsiktig strategisk portfölj (~10 års sikt) som inte särskils från en medelfristig portfölj. Fjärde AP-fonden har tre integrerade portföljer: normalportfölj (~40 års sikt) för ALM, strategisk portfölj (3-5 års sikt) för att utnyttja felprissättningar på marknaden och en taktisk portfölj (< 1 års sikt) för aktiv förvaltning. I Andra AP-fonden har förvaltningsorganisation idag genom den utvidgade TAA-gruppen¹ ökat fokus på kortsiktiga allokeringsbeslut. TAA-gruppen har mandat att fatta taktiska beslut (~3 månaders sikt) inom ramen för Andra AP-fondens aktiva riskbudget. Fjärde AP-fonden beslutade i februari 2011 att ge VD och förvaltningen mandat att fatta medelfristiga allokeringsbeslut (det vill säga bestämma fondens strategiska portföljen) inom en given riskbudget med målet skapa 50 baspunkter avkastning över normalportföljen. Andra och Fjärde AP-fonderna gör fortsatt löpande rebalanseringar².

Flera av fonderna har under de senaste åren ökat fokus på att analysera sin exponering mot riskklasser, vid sidan om exponeringen mot tillgångsklasser. Syftet är att bättre förstå riskspridningen i portföljen mot bakgrund av erfarenheten från finanskrisen som påvisade starka korrelationer mellan många olika tillgångsslag, till exempel företagsobligationer och aktier, som därmed erbjöd begränsad diversifiering. Tredje AP-fonden har gått längst och baserar nu helt sin allokering på riskklasser. Första, Andra och Fjärde AP-fonderna baserar fortsatt sin allokering på tillgångsklasser, men Första och Andra AP-fonden kommunicerar att de ökat fokus på att analysera exponeringen mot riskklasser.

Samtliga Första till Fjärde AP-fonderna har under de senaste åren ökat sina investeringar i alternativa investeringar. Sedan 2007 har fonderna ökat sin allokering till alternativa investeringar med mellan 2 procentenheter och 6 procentenheter och idag har fonderna mellan 6% och 14% av kapitalet i alternativa investeringar. Tredje AP-fonden har högst andel och Fjärde AP-fonden lägst andel.

¹ TAA = Tactical Asset Allocation. TAA-gruppen innefattar CIO, chefsstrateg, makroansvarig samt tillgångslagsansvariga. Tidigare DAA-gruppen innefattade VD, CIO och chefsstrateg

² I både Andra och Fjärde AP-fonderna har VD mandat att göra avsteg från den intervallstyrda rebalanseringen

Beslutsfattande i Första till Fjärde AP-fonderna

Beslut		
Styrelse	VD/förvaltningsorganisation	
AP1	<ul style="list-style-type: none"> Riskmandat till VD (dvs tillåtet avvikelse-intervall per tillgångsklass runt den faktiska portföljen och målportföljen) fastställs utifrån en framtagen strategisk portfölj och målportfölj Beslut om strategier för alternativa tillgångsslag (inkl. exponering) 	<ul style="list-style-type: none"> Föreslår strategisk portfölj och målportfölj till styrelsen Implementeringsmandat (1-3 mån sikt) <ul style="list-style-type: none"> Allokering inom tillåtet tillgångsintervall för att nå målportföljen inom 1-1,5 år Syftar till flexibilitet och snabbhet i kortsiktig allokering
AP2	<ul style="list-style-type: none"> Långsiktig strategisk portfölj (>10 års sikt) Totalt riskmandat för aktiv förvaltning (tracking error: mål 2 %, max 3 %) 	<ul style="list-style-type: none"> Strategi och fördelning av riskbudget för aktiv förvaltning Föreslår långsiktig strategisk portfölj till styrelse Aktiv förvaltning inom riskmandat
AP3	<ul style="list-style-type: none"> Övergripande risknivå Riktvärde samt exponeringsintervall per riskklass (t.ex. aktier 55% -10/+5%, valutarisk 15%+5/-10%, inflationsrisk 15%+/-5%) Riskmandat för absolutavkastande strategier 	<ul style="list-style-type: none"> Tillgångsallokering inom exponeringsintervall per riskklass (givet från styrelse) för att kunna fatta snabba beslut Delegering av riskmandat till förvaltare
AP4	<ul style="list-style-type: none"> Normalportfölj (40 år) utifrån ALM Strategisk portfölj (3-5 år) inklusive tillgång-, region och valutfördelning samt valuta exponering Jämförelseindex för strategisk portfölj 	<ul style="list-style-type: none"> Mandat för strategiska positioner Implementering av strategisk portfölj genom att fördela förvaltningsmandat Aktiv förvaltning inom riskmandat

KÄLLA: Intervjuer; årsredovisningar; hemsidor

Antal anställda hos Första till Fjärde AP-fonderna varierar mellan 44 och 56 personer, varav cirka hälften arbetar inom förvaltningsorganisationen och övriga i lednings- och stödfunktioner. Andelen extern förvaltning hos fonderna varierar mellan 23% och 44%. Alla fonder, med undantag av Första AP-fonden, tillämpar ett liknande incitamentsprogram som ger sina förvaltare möjlighet till en rörlig ersättning motsvarande maximalt två månadslöner baserat på förvaltarnas förmåga att generera överavkastning samt fondens totalavkastning. VD och ledning har ingen rörlig ersättning i någon av fonderna. Första AP-fonden tog helt bort systemet med rörlig ersättning från 2010 för samtliga medarbetare.

Sedan 2007 har Första till Fjärde AP-fondernas redovisade förvaltningskostnader i förhållande till fondernas förvaltade kapital legat runt 0,13% i genomsnitt. Samtidigt som kostnaderna ökat på grund av till exempel mer alternativa investeringar har fonderna genomfört kostnadsbesparingsprogram.

JÄMFÖRELSE AV FÖRSTA TILL FJÄRDE AP-FONDERNAS FÖRVALTNINGSMODELLER MED UTLÄNDSKA PENSIONS FONDER

En jämförelse mellan Första till Fjärde AP-fondernas och de utländska pensionsfondernas förvaltningsmodeller på sex områden visar på flera likheter och skillnader (Bild 59).

Sammanfattningsvis har AP-fonderna under 2008-2010 genomfört flera förändringar som innebär att de idag mer liknar flera av de utländska pensionsfonderna:

- AP-fonderna har ökat fokus på medelfristig/"dynamisk" allokering och givit VD och förvaltningen mandat att ta beslut om kortsiktig och medelfristig allokering. Det här gäller främst Första och Tredje AP-fonderna. Flera av de utländska pensionsfonderna arbetar sedan flera år med högt fokus på medelfristig/"dynamisk" allokering, till exempel CPP och OTPP i Kanada och ATP i Danmark.
- AP-fonderna har ökat fokus på att analysera sin exponering mot riskklasser. Tredje AP-fonden har gått längst och baserar sedan 2010 sin allokering helt på riskklasser istället för tillgångsslag. Två av de utländska pensionsfonderna, CPP i Kanada och ATP i Danmark, baserar sedan flera år sin allokering på riskklasser (ATP hade portföljen indelad i riskklasser redan 2006).
- AP-fonderna har ökat sina investeringar i alternativa tillgångar, i genomsnitt från 5% till 10% sedan 2007. De flesta utländska pensionsfonderna har också ökat sina investeringar i alternativa tillgångar. De flesta utländska fonderna har dock idag betydligt mer alternativa tillgångar (mellan 18% och 38%).

Jämförelsen visar också att AP-fonderna idag skiljer sig mot de utländska pensionsfonderna på flera områden:

- Flera av de utländska fonderna som ger VD och förvaltningen mandat att ta beslut om medelfristig/"dynamisk" allokering har ett indexlänkat avkastningsmål för att följa upp resultatet av förvaltningens allokeringsbeslut. CPP i Kanada som, liksom Första till Fjärde AP-fonderna, är en buffertfond har både ett långsiktigt absolut mål (4,2% real avkastning) och det relativa målet att varje år och över en period på fyra år slå ett indexet för den referensportfölj som styrelsen fastslår.
- Flera av de utländska pensionsfonderna har under de senaste åren satsat på att bygga upp omfattande intern kompetens och förefaller idag ha större interna organisationer än Första till Fjärde AP-fonderna (i förhållande till sitt förvaltade kapital). En stor del av de utländska pensionsfondernas nya interna resurser fokuserar på investeringar i alternativa tillgångar, både via externa fonder och genom direktinvesteringar i onoterade bolag. AP-fonderna har under de senaste åren minskat antalet anställda.
- Flera av de utländska pensionsfonderna har ökat sina förvaltningskostnader under de senaste åren och förefaller idag ha högre förvaltningskostnader än AP-fonderna. De utländska fondernas uttalade strategi att bygga intern kompetens och investera i alternativa investeringar med syftet att öka den långsiktiga avkastningen och skapa riskdiversifieringen bedöms vara två viktiga orsaker till deras ökade kostnader.
- Få av de utländska pensionsfonderna har placeringsregler på tillgångsslagsnivå såsom Första till Fjärde AP-fonderna. De flesta utländska pensionsfonderna har mellan 18% och 38% investerat i alternativa tillgångar, varav mellan 5% och 15% i

Private Equity. Med AP-fondernas maxgräns för onoterade aktier på 5% skulle de utländska fonderna behöva minska sina investeringar i Private Equity och med AP-fondernas maxgräns på 30% ägande i onoterade bolag och 10% i noterade bolag skulle flera av de utländska fonderna inte kunna göra de direktinvesteringar de gör idag.

Bild 59

Sammanfattning av jämförelse med utländska pensionsfonder 2010

	AP1-AP4	CPP	OTPP	ATP	ABP/APG	SPU
Målsättning	<ul style="list-style-type: none"> 3,8–5,0% real avkastning Aktiv förvaltning: absolut eller inget mål (utom AP4) 	<ul style="list-style-type: none"> Externt mål: 4,2% real avkastning Internt mål: Slå referensportföljen efter kostnader över 1 och 4 år 	<ul style="list-style-type: none"> Slå referensportföljen efter kostnader över 4 år 	<ul style="list-style-type: none"> LIBOR + 5,0% nominellt efter kostnader Aktiv förvaltning: DKK 2 mrd, Sharpe-kvot >1 	<ul style="list-style-type: none"> 5,5% real avkastning Årlig utvärdering mot ett jämförelseindex per tillgångsslag (14 st) 	<ul style="list-style-type: none"> Relevant aktie- eller ränteindex +25 bp (inkl. aktiv förvaltning)
Investeringsstrategi och beslut	<ul style="list-style-type: none"> Styrelsen fattar långsiktiga allokeringsbeslut och VD tar kort/medelfristiga beslut inom styrelsens mandat (AP1 & AP3) Rebalansering av styrelsebestämd tillgångsallokering (AP2 & AP4) 	<ul style="list-style-type: none"> Styrelsen godkänner referensportfölj och aktivt riskmandat VD/Förvaltning bestämmer allokering för att slå referensportföljsindex på kort- och medelfristig sikt 	<ul style="list-style-type: none"> Långsiktigt fokus Styrelsen sätter referensportfölj och tillåten avvikelse Förvaltning bestämmer riskfördelning per tillgångsslag och strategi 	<ul style="list-style-type: none"> Styrelse sätter långsiktigt riskmål/ intervall Investeringskommitte⁵ bestämmer allokering över tillgångstyp, region etc. inom styrelsens intervall Hedgar skuldsida 	<ul style="list-style-type: none"> ABP sätter investeringsplan inkl. tillgångsallokering (var 3:e år) APG fördelar mandat och rebalanserar portföljen 	<ul style="list-style-type: none"> Finansdepartementet sätter benchmarkportfölj och riskramar Förvaltningen fördelar mandat och rebalanserar portföljen Fokus på långsiktig taktisk allokering
Allokering	<ul style="list-style-type: none"> Baserad på tillgångsslag (AP3: riskklasser) ~10% alt. inv., 3% PE 	<ul style="list-style-type: none"> Baseras på riskklasser ~28 % alt. inv., 15% PE 	<ul style="list-style-type: none"> Baserad på tillgångsslag ~38% alt. inv., 10% PE 	<ul style="list-style-type: none"> Baseras på riskklasser ~20% alt. inv., 6% PE 	<ul style="list-style-type: none"> Baseras på tillgångsslag ~30% alt. inv., 5% PE 	<ul style="list-style-type: none"> Baseras på tillgångsslag 0% alt. inv., 0% PE
Organisation	<ul style="list-style-type: none"> 60-80 % intern förvaltning Viss ökning av interna mandat av kostnadsskal AuM/FTE: SEK 4,3 mrd³ 	<ul style="list-style-type: none"> >80 % intern förvaltning Uttalat mål bygga intern kompetens Interna avd. för PE, PD⁶, infrastruktur, fastigheter & publ. inv. AuM/FTE: SEK 1,7 mrd³ 	<ul style="list-style-type: none"> >70 % intern förvaltning Interna avd. för direktinvesteringar i PE, fastigheter, infrastruktur etc. AuM/FTE: SEK 1,5 mrd³ 	<ul style="list-style-type: none"> >80 % intern förvaltning⁴ Helägda bolag hanterar alt. inv AuM/FTE: SEK 1,1 mrd³ 	<ul style="list-style-type: none"> >70 % intern förvaltning Uttalat ambition driva så mycket förvaltning internt som möjligt 	<ul style="list-style-type: none"> ~70 % intern förvaltning Bygger fastighetskompetens AuM/FTE: SEK 14,0 mrd³
Förvaltningskostnader¹	~0,10-0,15%	~0,20%	~0,30%	~0,10%	~0,30%	~0,15%
Placeringsregler⁷	<ul style="list-style-type: none"> Räntor > 30 % < 5 % onoterade tillgångar Inga råvaror 	<ul style="list-style-type: none"> Ej på tillgångs-slagsnivå Max 10 % av rösterna i ett enskilt företag 	<ul style="list-style-type: none"> Ej på tillgångs-slagsnivå 	<ul style="list-style-type: none"> <50 % valuta-exponering (20 % exkl. EUR) <10 % onoterade tillgångar 	<ul style="list-style-type: none"> Ej på tillgångs-slagsnivå (APB) Tillsynsmyndighetens reglerar risknivå utifrån solvens 	<ul style="list-style-type: none"> Aktier 60 % Räntor 35 % Fastigheter 5 %

1 Enligt senaste årsredovisning (2009/2010); 2 Med undantag för SPU; 3 AuM = förvaltad kapital, FTE = totalt antal anställda (enligt senaste årsredovisning); 4 Inklusiva dotterbolag; 5 Investeringskommittén består av CIO, CIO-Investments, Co-CIO-Investments, Head of Equity, CFO och COO; 6 Private Debt; 7 Ej uttömmande (viktigaste placeringsreglerna)

KÄLLA: Intervjuer; årsredovisningar; hemsidor, McKinsey-analys

Nedan presenteras resultaten från jämförelsen av Första till Fjärde AP-fondernas och de utländska pensionsfondernas förvaltningsmodeller i mer detalj för vart och ett av de sex områdena.

Jämförelse av målsättning

Första till Fjärde AP-fonderna har reala absoluta avkastningsmål på 3,8-5,0%. De här målen sätts av fondernas styrelser och är vad fonderna ska generera över lång tid baserat på analyser av pensionssystemet. Målen omsätts till portföljer utifrån en förväntan om utvecklingen på de underliggande kapitalmarknaderna. Under kortare perioder (ett eller ett par år) avviker ofta utvecklingen på de underliggande kapitalmarknaderna väsentligt från den långsiktigt förväntade utvecklingen. Det här gör att målen förefaller mindre lämpade att följa upp AP-fondernas utveckling ett enskilt år eller under en kortare tid än 5-10 år. Målen ger också begränsad vägledning för att utvärdera resultaten från Första och Tredje AP-fondernas nya dynamiska allokeringsbeslut. Fjärde AP-fonden kan liksom tidigare utvärdera sina medelfristiga allokeringsbeslut mot sin långsiktiga referensportfölj som fastslås av styrelsen.

Det är svårt att jämföra AP-fondernas och de utländska pensionsfondernas avkastningsmål givet att de har olika uppdrag. Dock visar en jämförelse att flera av de utländska pensionsfonderna har ett indexlänkat avkastningsmål för att följa upp resultatet av förvaltningens beslut också på kort och medellång sikt (Bild 60). Det här innebär att de har ett avkastningsmål som är länkat till ett referensindex som avspeglar utvecklingen på de underliggande kapitalmarknaderna. CPP i Kanada är precis som Första till Fjärde AP-fonderna en buffertfond och har både ett långsiktigt absolut mål och ett indexlänkat mål. CPPs långsiktiga absoluta mål uppgår till 4,2% per år realt och sätts av Kanadas chefsaktuarie baserat på analys av fondens roll i buffertfondsystemet. CPPs indexlänkade mål är att fonden genom sin dynamiska förvaltning varje år och över en rullande fyraårsperiod ska generera högre avkastning än indexet på styrelsens långsiktiga referensportfölj¹. Det här innebar till exempel att CPPs indexlänkade mål baserat på referensportföljen var 20,8% 2010 och 6,6% per år under perioden 2005-2010 drivet av stora svängningar på de underliggande kapitalmarknaderna.

Bild 60

Jämförelse av målsättning

	Övergripande realt mål		Index- länkat?	Beskrivning	Mål för aktiv förvaltning
	2010 Procent	2005-2010 Procent			
AP1-4	3,8-5,0	3,8-5,0	✘	<ul style="list-style-type: none"> Långsiktigt mål om absolut avkastning om 3,8 - 5,0 % realt 	<ul style="list-style-type: none"> 0,5 % (AP2) Alfa: 600 mkr per år, Beta: 5bp över index ~100 mkr per år (AP3) 50 bp över index (AP4)
CPP ³	20,8 (4,2) ⁵	6,6 (4,2) ⁵	✓/✘	<ul style="list-style-type: none"> Externt mål: 4,2% real avkastning⁶ Internt mål: Avkastning efter kostnader ska överstiga referensportföljen över 1 år och en rullande 4-årsperiod 	<ul style="list-style-type: none"> Avkastning efter kostnader ska överstiga avkastningen från aktier och räntor som sålts i referensportfölj för att finansiera köpet till oförändrad risk
OTPP ⁴	7,5	2,7	✓	<ul style="list-style-type: none"> Avkastning efter kostnader ska överstiga relevant aktie- eller ränteindex (16 st) mätt över en rullande fyraårsperiod 	<ul style="list-style-type: none"> 150 bp per år över referensportföljen för aktiv förvaltning över en fyraårsperiod
ATP	LIBOR + 3,0 ²	LIBOR+ 3,0 ²	✘	<ul style="list-style-type: none"> LIBOR + 5 % nominellt <i>varje år</i> efter kostnader, finansiering och skatter (15%) 	<ul style="list-style-type: none"> DKK 2 miljarder Sharpe kvot >1
ABP/APG	5,5	5,5	(✓)	<ul style="list-style-type: none"> 5,5 % real avkastning Årlig utvärdering mot ett jämförelseindex per tillgångsslag (14st) 	<ul style="list-style-type: none"> Överträffa jämförelseindex för tillgångsklassen
SPU	4,9	2,0	✓	<ul style="list-style-type: none"> Relevant aktie- eller ränteindex + 25 bp efter kostnader 	<ul style="list-style-type: none"> Relevant aktie- eller ränteindex + 25 bp efter kostnader (inkl. aktiv förvaltning)

1 Sektor gäller endast aktier och fondinvesteringar; 2 Antar 2 % inflation; 3 Brutet räknescapsår slutar Mars 2010; 4 2009 respektive 2004-2009; 5 Internt mål baserat på referensportfölj, externt mål: 4,2% (ändrades i februari 2011 till 4,0%) 6 Satt av Kanadas chefsaktuarie genom ALM-studie vartannat år

KÄLLA: Intervjuer; årsredovisningar; hemsidor; McKinsey-analys

¹ CPPs styrelse fastslår vart tredje år en referensportfölj som motsvarar ett portföljval vid helt passiv förvaltning, utifrån långsiktigt avkastningskrav och låg förvaltningskostnad

Jämförelse av investeringsstrategi och beslut

Baserat på en jämförelse av Första till Fjärde AP-fondernas och de utländska pensionsfondernas investeringsstrategi och beslutsmandat för styrelsen och VD/förvaltningen 2010 kan två grupper urskiljas (Bild 61):

- **CPP, OTPP, ATP samt Första och Tredje AP-fonderna:** I de här fonderna bestämmer styrelsen ett övergripande riskmandat och/eller en långsiktig referensportfölj. Styrelsen ger sedan VD och förvaltningen mandat att besluta om den kort- och medelfristiga tillgångsallokeringen inom ramen för styrelsens mandat. Fonderna gör ingen löpande rebalansering.
- **APG/ABP, SPU samt Andra och Fjärde AP-fonderna:** I de här fonderna bestämmer styrelsen eller uppdragsgivaren (för SPU i Norge Finansdepartementet) fondens tillgångsallokering. I flera av fonderna föreslår VD en tillgångsallokering. VD fördelar sedan mandat inom olika tillgångsklasser och beslutar om strategin för den aktiva förvaltningen. Löpande rebalansering sker så att tillgångsallokeringen följer styrelsens eller uppdragsgivarens beslutade allokering. Som tidigare nämnts beslutade Fjärde AP-fonden i februari 2011 att ge VD och förvaltningen att ta beslut om medelfristiga allokeringsbeslut inom ramen för en riskbudget.

Bild 61

Jämförelse av investeringsstrategi och beslut

	Strategisk allokering	Löpande rebalansering	Beslut Styrelse	VD/Förvaltning
AP1-4	<ul style="list-style-type: none"> Flexibilitet i allokering för VD/förvaltning på kort-/medelfristig sikt inom styrelsens mandat (AP1 & AP3) Rebalansering av bestämd tillgångsallokering från styrelsen (AP2 & AP4) 	✓/x	<ul style="list-style-type: none"> Riskbudget och avvikelsemandat (AP1 & AP3) Tillgångsallokering (AP2 & AP4) 	<ul style="list-style-type: none"> Kortsiktig tillgångsallokering inom ramen för styrelsens mandat (AP1 och AP3) Strategi och fördelning riskmandat för aktiv förvaltning
CPP	<ul style="list-style-type: none"> Dynamisk allokering där förvaltningen har stor flexibilitet att ta strategiska positioner Referensportfölj för uppföljning bestäms vart 3:e år Majoritet av portföljen förvaltas aktivt och jämförs mot referensportföljen 	x	<ul style="list-style-type: none"> Övergripande riskbudget Godkänner referensportfölj 	<ul style="list-style-type: none"> Tillgångsallokeringen i referensportfölj inom givet riskmandat Affärs-/Investeringsplan för resp. affärsområde Fördelning av aktiv riskbudget
OTPP	<ul style="list-style-type: none"> Starkt fokus på långsiktiga beslut Lång och medelfristig referensportfölj sätts årligen Starkt fokus på inflationslänkade tillgångar 	x	<ul style="list-style-type: none"> Referensportfölj Riskbudget inkl. allokering intervall² per tillgångsklass 	<ul style="list-style-type: none"> Strategi, riskmandat och riktlinjer per investeringsområde (inom givet mandat från styrelse) Utformning aktiv förvaltning
ATP	<ul style="list-style-type: none"> Allokering utifrån 5 riskklasser Helt separerad alfa- och betaförvaltning Hedgar hela skuldsidan och all ränterisk Aktiv förvaltning av hela investeringsportföljen med fokus på total avkastning 	x	<ul style="list-style-type: none"> ALM-process och arbetssätt Långsiktig riskallokering (breda¹ tillåtna allokeringsband över riskklasser) 	<ul style="list-style-type: none"> Investeringskommittén⁴ bestämmer investeringsstrategi, tillgångsallokering, ränteduration, geografisk fördelning etc. inom styrelsens bestämda riskintervall
ABP/APG	<ul style="list-style-type: none"> Strategisk investeringsplan bestämmer tillgångsallokering (vart 3:e år)³ Stor andel och allt mer fokuserad strategisk allokering/aktiv förvaltning Ett fåtal externa partners (t.ex. hedgefonder, Alplinvest (PE)) 	✓	<ul style="list-style-type: none"> ABP bestämmer investeringsplan vart tredje år med allokering per tillgångsklasser ABP bestämmer strategiska val 	<ul style="list-style-type: none"> APG implementerar strategi och allokering från ABP APG utformar aktiv förvaltning
SPU	<ul style="list-style-type: none"> Långsiktig investeringsportfölj med fastslagen tillgångsallokering 70 % förvaltning internt 	✓	<ul style="list-style-type: none"> FM beslutar om strategiska förändringar (tillgångsmix, investeringspolicys etc) 	<ul style="list-style-type: none"> Fördelar interna och externa förvaltningsmandat

1 Riskintervall Dec 2010: Aktier 35 % +/-15 % av total risk, Ränterisk 20 % +/-10 %, Kreditrisk 10 % +/-10 %, Råvarurisk 10 % +/-10 %, Inflationsrisk 25 % +/-15 %
 2 Riskintervall dec 2010: Aktier 45 % +/-5 %, Räntor 25 % +/-5 %, Råvaror 5 % +/-3 %, Reala tillgångar 25 % +/-5 % 3 APG är uttöjningsorganisation för ABP; 4 Investeringskommittén består av CIO, CIO-Investments, Co-CIO-Investments, Head of Equity, CRO och COO

KÄLLA: Intervjuer; årsredovisningar; hemsidor; McKinsey-analys

Jämförelse av allokering

Jämförelsen visar att det finns skillnader i hur Första till Fjärde AP-fonderna och de utländska pensionsfonderna arbetar med allokering. CPP i Kanada, ATP i Danmark och Tredje AP-fonden baserar sin allokering på riskklasser, medan OTTP i Kanada, SPU i Norge och fonderna baserar sin allokering på tillgångsslag. Fondernas syfte med att allokera efter riskklasser är bland annat ökad riskdiversifiering och ökat fokus på absolut avkastning. Även flera av de fonder som inte helt baserar sin allokering på riskklasser har ökat sitt fokus på analys av exponering mot olika risker (till exempel inflationsrisk). Det här gäller både Första och Andra AP-fonderna.

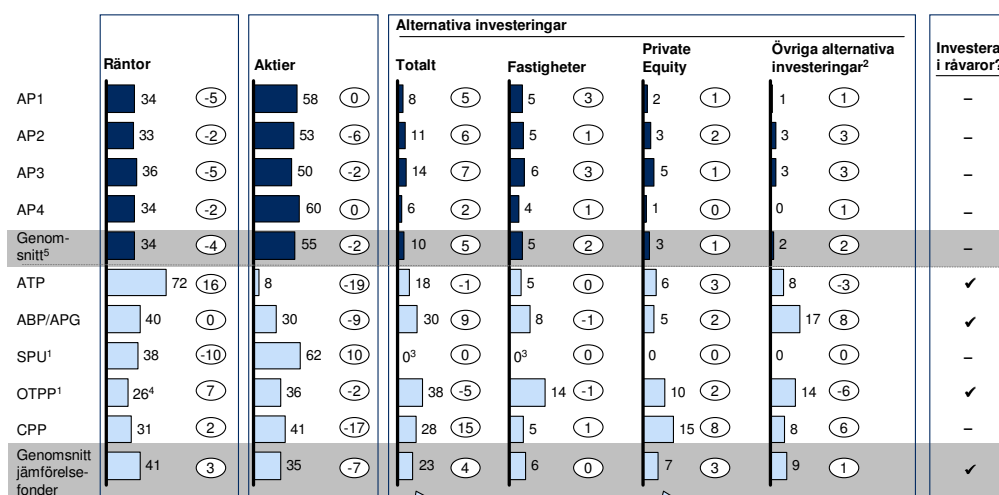
En jämförelse av fondernas faktiska allokering visar att de utländska pensionsfonderna idag investerar väsentligt mer i alternativa tillgångar. De utländska pensionsfonderna investerar i genomsnitt 23% av sitt kapital i alternativa investeringar jämfört med 10% för Första till Fjärde AP-fonderna (Bild 62). Om man exkluderar SPU i Norge som inte gör några investeringar i alternativa tillgångar blir skillnaden ännu större. De utländska fonderna och AP-fonderna har ökat andelen alternativa investeringar sedan 2007 med i genomsnitt 4 procentenheter respektive 5 procentenheter av den totala allokeringen. AP-fonderna har främst ökat sina investeringar inom fastigheter och övriga alternativa tillgångar (till exempel skog och konvertibler), medan de utländska fonderna främst ökat i Private Equity. En viktig orsak till att AP-fonderna inte kan öka sina investeringar i Private Equity är deras maxgräns på 5% onoterade tillgångar.

Bild 62

Jämförelse av tillgångsallokering

Andel av faktisk investeringsportfölj, December 2010, Procent

■ AP1-AP4
 ■ Internationella jämförelse fonder
 (X) Förändring i procentenheter 2007-2010



1 Data från december 2009

2 Inkluderar hedgefonder, råvaror, infrastruktur och andra alternativa investeringar

3 NGF kommer att börja investera i fastigheter under 2010

4 "Fixed income" och "Real rate products"

5 Inklusive AP6 skulle andelen räntor vara 33%, andelen aktier 54%, och andelen alternativa investeringar 12%

KÄLLA: Intervjuer; årsredovisningar; hemsidor

Exkl. SPU: 29 %

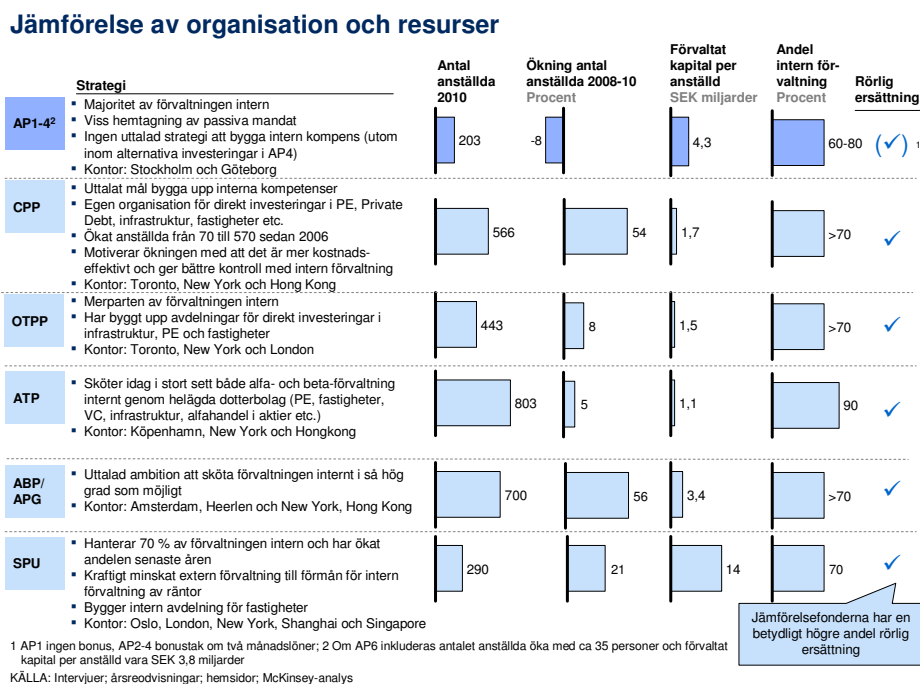
Exkl. SPU: 9 %

Alla de utländska pensionsfonderna, liksom AP-fonderna, har en uttalad strategi att fortsätta öka allokeringen till alternativa investeringar, med syftet att skydda sig mot inflation och låg tillväxt, öka riskspridningen samt för att få möjlighet till högre avkastning. Även SPU i Norge, som idag inte har några alternativa investeringar har från norska finansdepartementet fått direktiv att placera 5% i fastigheter.

Jämförelse av organisation och resurser

En jämförelse av Första till Fjärde AP-fondernas och de utländska pensionsfondernas organisationer och resurser visar på skillnader. Flera av de utländska fonderna har under flera år haft högt fokus på att bygga upp intern kompetens och därmed ökat storleken på sina organisationer. Fonderna motiverar satsningarna på intern kompetens bland annat med att de leder till ökad långsiktig kostnadseffektivitet och kontroll. Sedan 2008 har de utländska fonderna ökat antalet anställda med mellan 5% och 56% (Bild 63).

Bild 63



Under samma period har Första till Fjärde AP-fonderna minskat antalet anställda med 8%. CPP i Kanada och APG/ABP i Holland har ökat antalet anställda med mer än 50%. CPP har ökat från 70 till 570 anställda sedan 2006 med målet att bygga upp intern ledande kompetens för direktinvesteringar i bland annat Private Equity, Private Debt, infrastruktur och fastigheter. Alla de utländska fonderna har också under de senaste fem till tio åren öppnat flera kontor i utlandet som ett led i uppbyggandet av intern kompetens. Det här innebär att de utländska fonderna idag förefaller ha fler anställda än Första till Fjärde AP-fonderna i förhållande till storleken på sitt förvaldade kapital.

Första till Fjärde AP-fonderna har i genomsnitt SEK 4-5 miljarder förvaltad kapital per anställd jämfört med SEK 1,5-3,4 miljarder för de flesta av de utländska fonderna.

AP-fondernas placeringsregler, som bland annat sätter en maxgräns på 5% investerat i onoterade tillgångar och 30%/10% ägande i onoterade/noterade bolag, bedöms utgöra en viktig begränsning för AP-fonderna. De utländska fondernas satsningar på intern kompetens är i hög utsträckning fokuserad på att bygga kompetens för mer investeringar i till exempel Private Equity-fonder och direktinvesteringar i onoterade bolag. Andra viktiga förutsättningar för att kunna bygga upp ledande intern kompetens bedöms vara fondernas varumärke (ofta länkat till fondens storlek) och möjligheten att ge duktiga kapitalförvaltare konkurrenskraftig ersättning som reflekterar deras prestation. Många av de utländska fonderna har starka internationella varumärken, erbjuder sina anställda rörliga ersättningar och bedöms erbjuda en ersättning som är jämförbar med många attraktiva arbetsplatser inom den privata kapitalförvaltningsbranschen.

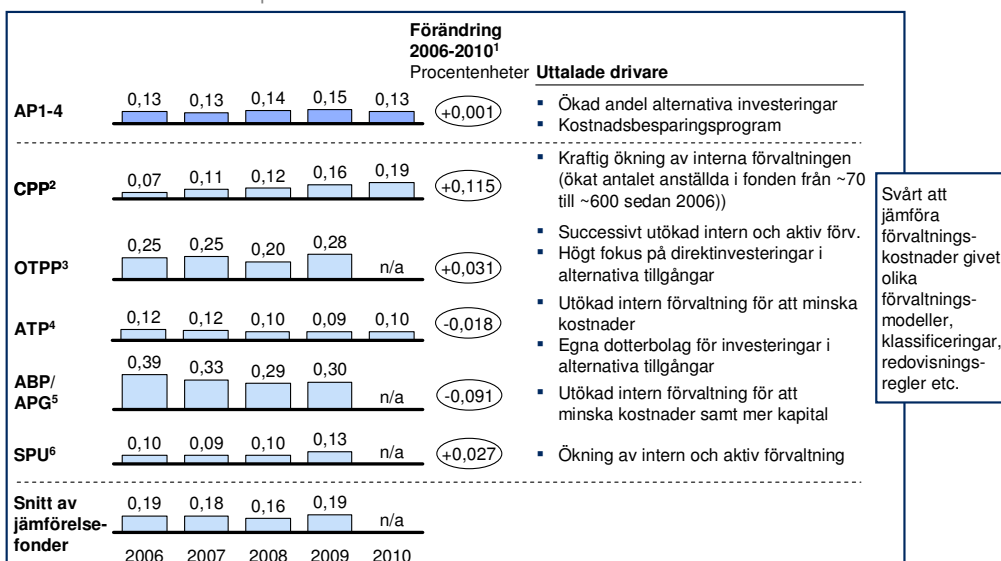
Jämförelse av förvaltningskostnader

Det är svårt att jämföra Första till Fjärde AP-fondernas och de utländska pensionsfondernas förvaltningskostnader, eftersom fonderna har olika investeringsstrategier (till exempel hur mycket intern förvaltning och alternativa investeringar en fond har), kostnadsklassificeringar och redovisningsregler. Flera av de utländska pensionsfonderna har dock under de senaste åren ökat sina förvaltningskostnader väsentligt, samtidigt som AP-fondernas kostnader har varit relativt konstanta kring i genomsnitt 0,13-0,15% av förvaltad kapital. Flera av jämförelsefonderna motiverar kostnadsökningen med att det krävs högre förvaltningskostnader för att implementera fondernas strategier med mer intern ledande kompetens och mer alternativa tillgångar både genom fondinvesteringar och direktinvesteringar i onoterade tillgångar. CPP i Kanada är den fond i jämförelsen som ökat sin förvaltningskostnader mest under de senaste åren, från 0,07% till 0,19%. Som nämnts tidigare har CPP ökat antalet anställda kraftigt och byggt upp intern kompetens för bland annat direktinvesteringar i Private Equity, Private Debt, infrastruktur och fastigheter. I genomsnitt uppgick de utländska pensionsfondernas redovisade förvaltningskostnader 2009/2010¹ till ~0,20% av förvaltad kapital. Det är dock stor skillnad mellan de utländska fonderna och det är svårt att jämföra på grund av olika investeringsstrategier, redovisningsregler och kostnadsklassificeringar. ATP i Danmark, SPU i Norge och CPP i Kanada hade förvaltningskostnader som uppgick till ~0,10-0,20% 2009/2010, medan OTPP i Kanada och AGP/ABP i Holland hade förvaltningskostnader som uppgick till ~0,25-0,30%. (Bild 64).

¹ Ett flertal fonder har ej ännu rapporterat 2010-siffror

Jämförelse av förvaltningskostnader

Procent av totalt förvaltad kapital



Not: Rapporterade kostnader per fond i relation till genomsnittligt förvaltad kapital under året
 1 2006 -2009 för de fonders där uppgifter för 2010 saknas 2 Rörelsekostnader, löner och förmåner samt konsultarvoden och professionella tjänster
 3 Investeringarkostnader och kostnader för klientservice 4 Investeringarkostnader, 5 administrationskostnader och investeringarkostnader 6 Investeringarkostnader inklusive kostnader för extern förvaltning

KÄLLA: Årsredovisningar; intervjuer



Jämförelse av placeringsregler

Första till Fjärde AP-fonderna placeringsregler återfinns i lagen om de allmänna pensionsfonderna (2000:192) och sätter gränser för hur mycket AP-fonderna får investera i olika tillgångsslag. Några av de viktigaste placeringsreglerna är att minst 30% av fondens tillgångar ska placeras i räntebärande värdepapper med låg risk och att maximalt 5% av fondens tillgångar får placeras i onoterade värdepapper. Första till Fjärde AP-fondernas placeringsregler skiljer sig från jämförelsefonderna (Bild 65). Få av de utländska pensionsfonderna har idag placeringsregler på tillgångslagsnivå. I de flesta fall fastslår istället fondens styrelse en riskbudget inom vilken VD/förvaltningsorganisation har mandat att bestämma allokeringen mellan olika tillgångsklasser och riskklasser. Ett undantag är SPU i Norge vars allokering mellan aktier, räntor och fastigheter fastställs av Finansministeriet. ATP i Danmark har en maxgräns på 10% för onoterade tillgångar.

Bild 65

Jämförelse av placeringsregler

Urval internationella pensionsfonder

-  Många placeringsregler för tillgångsslag
-  Inga placeringsregler för tillgångsslag

	Fondens uppdrag	Viktiga placeringsregler		
		För tillgångsslag ¹	Max. andel enskilt bolag ²	Max. andel "hemma" börs ²
AP-fonderna (AP 1-4)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fungera som buffert i svenska inkomstpensionssystemet ▪ Maximera avkastningen till låg risk 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Minst 30 % i räntebärande värdepapper ▪ Max 5 % i onoterade tillgångar ▪ Inga investeringar i råvaror 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 10 % i noterat, max 30 % i onoterat (per AP-fond) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2 % av samlat svenskt börsvärde (per AP-fond)
ATP	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tillägspension; ska garantera 80 % av inbetalningarna, resterande 20 % investeras i riskfyllda tillgångar 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Max 10 % i onoterade tillgångar ▪ Maxgräns för valutaexponering (50 % totalt, 20 % exkl. EUR) ▪ Riskbudget (fastslås av styrelsen) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ej reglerat 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ej reglerat
ABP/APG	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Uppfylla åtaganden enligt pensionsavtalet (5,5 % realt) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Inga placeringsregler för tillgångsslag – Reglerad risknivå (fastslås av tillsynsmyndigheten) ▪ Max 50% ägande i en affärsdrivande verksamhet (utifrån skattelagstiftning) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ej reglerat 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <10 % aktier i Holland; <2 % andel av lokal börs
CPP	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Buffertfond som ska minimera risken för att avgiften måste höjas över nuvarande 9,9 % på 75 års sikt 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Inga placeringsregler för tillgångsslag – Investeringsstrategin baserad på risknivå (fastslås av styrelsen) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ej reglerat 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ej reglerat
OTPP	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Minimera sannolikheten för höjda pensionsavgifter genom att slå fondens benchmark och maximera avkastningen inom acceptabla riskgränser 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Inga placeringsregler för tillgångsslag – Investeringsstrategin baserad på risknivå (fastslås av styrelsen) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ej reglerat 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ej reglerat
SPU	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Garantera framtida statliga pensionsåtaganden, fördela oljeförmögenhet till framtida generationer 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Endast investera i aktier (60 %), räntor (35 %) och fastigheter (5 %) ▪ Benchmarkportfölj enligt Finansministeriet 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Max 10 % 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 0 % (får ej investera i Norge)

¹ Fastställda av lagstiftning eller styrelse

² Fastställda i lagstiftning

KÄLLA: Fondernas hemsidor; fondernas årsredovisningar; OECD; intervjuer; McKinsey-analys

11. Fördjupningsområde 2: Sjätte AP-fondens strategi och mål

I det här kapitlet presenteras resultaten från årets fördjupningsområde kring Sjätte AP-fondens strategi och mål. Först beskrivs bakgrunden till valet av fördjupningsområde och ansatsen för utvärderingen. Därefter beskrivs Sjätte AP-fondens strategi och mål idag. Därefter görs en jämförelse av Sjätte AP-fondens strategi och mål med ett urval av riskkapitalinvestorer som ofta anses vara goda exempel. Baserat på resultaten från fördjupningsområdet har ett antal frågeställningar identifierats som bedöms vara viktiga att diskutera för att fortsätta utveckla fondens verksamhet. Frågeställningarna presenteras i kapitel 3.

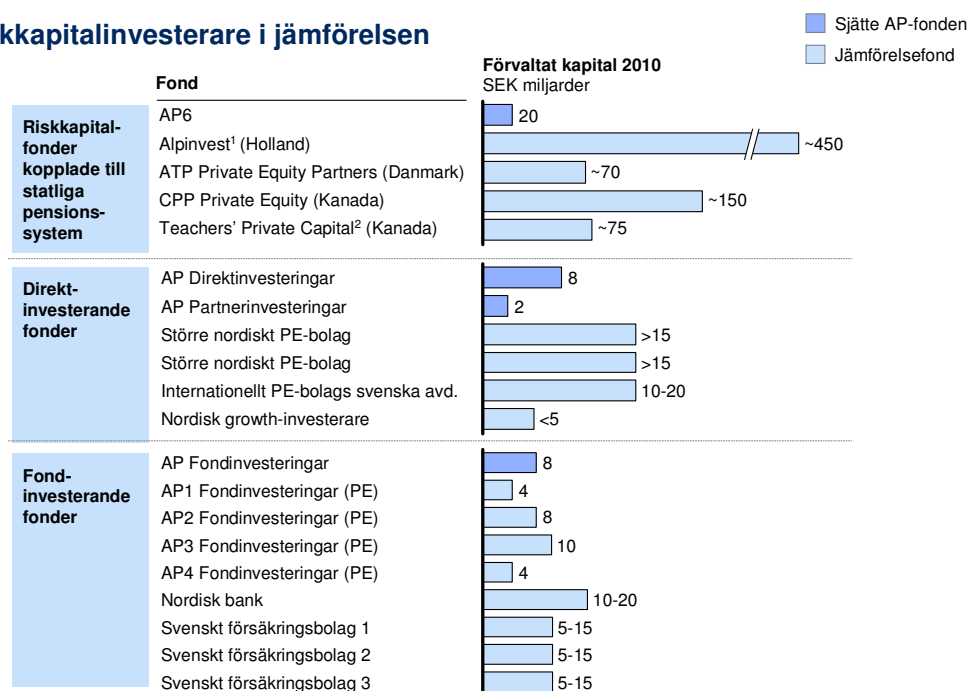
BAKGRUND OCH ANSATS

Fördjupningsområdet om Sjätte AP-fondens strategi och mål valdes i samråd med Finansdepartementet och syftar till att beskriva och jämföra Sjätte AP-fondens strategi och mål med andra riskkapitalinvestorer för att identifiera möjligheter att fortsätta utveckla fondens verksamhet.

Information om Sjätte AP-fondens strategi och mål har samlats in genom intervjuer med nyckelpersoner i Sjätte AP-fonden och genom analys av interna dokument (till exempel Sjätte AP-fondens egen utvärdering av verksamheten och interna verksamhetsbeskrivningar) och fondens bolagsportfölj. Intervjuer har genomförts med fondens affärsområdeschefer, andra nyckelpersoner i fondens ledning samt fondens styrelseordförande.

Urvalet av riskkapitalinvestorer för jämförelsen har gjorts för att i möjligaste mån hitta investerare som kan jämföras med Sjätte AP-fonden (i sin helhet eller något av fondens största affärsområden) och som anses vara goda exempel. Urvalet består av tre kategorier av riskkapitalinvestorer: fyra riskkapitalinvestorer som är kopplade till statliga pensionssystem i andra länder, fyra privata nordiska riskkapitalinvestorer som gör direktinvesteringar och åtta nordiska aktörer som investerar i andra riskkapitalfonder (Bild 66). Urvalet av andra fondinvestorer består av Första till Fjärde AP-fondernas avdelningar för investeringar i riskkapitalfonder och fyra privata fondinvestorer. Information om de jämförda riskkapitalinvesterarna har samlats in genom analys av publikt tillgänglig information och intervjuer med representanter från varje organisation.

Riskkapitalinvestorerare i jämförelsen



¹ APG annonserade i februari 2011 en försäljning av Alpinvest till Carlyle
KÄLLA: Hemsidor; årsredovisningar; intervjuer

² Ägt av OTTP

SJÄTTE AP-FONDENS STRATEGI OCH MÅL

Sjätte AP-fondens uppdrag beskrivs i lagar och förarbeten från perioden 1995-2007. En genomgång av dessa lagar och förarbeten visar att Sjätte AP-fonden har få begränsningar kring vilka typer av investeringar fonden får göra, men att fonden ska fokusera på investeringar Sverige. Fonden får investera i noterade och onoterade företag, olika mognadsfaser och olika branscher. Fonden får investera i utländska bolag (sedan lagändringen 2007¹), men enligt förarbetena från 1995-1996 ska fonden tillföra riskkapital till små och medelstora svenska företag och fonden får enligt lagen från 2007 inte ha en valutakurs exponering som överstiger 10%. Det här innebär ett fokus på investeringar i Sverige. Baserat på lagar och förarbeten har Sjätte AP-fondens styrelse tolkat fondens uppdrag genom att sätta en tredelad målsättning: att eftersträva en på lång sikt hög avkastning, att skapa en tillfredställande riskspridning och att främst investera i små och medelstora svenska företag för att därigenom bidra till svenskt näringsliv (Bild 67).

Sjätte AP-fonden arbetar idag med tre typer av avkastningsmål: Ett mål för totalportföljen, mål för hela investeringsverksamheten och för varje affärsområde baserat på fondens riskpremiemodell samt i vissa fall interna mål i affärsområdena (Bild 68).

¹ Lag (2007:709) om ändring i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden

Sjätte AP-fondens uppdrag och målsättning

Lagar och förarbeten (valda utdrag)

Proposition 1995/96:171 En sjätte AP-fondstyrelse m.m.:

- "Ett av syftena med ändringen av AP-fondens placeringsinriktning är att främja **svensk ekonomis utveckling och tillväxt**"
- "Inte minst för **små och medelstora företag** kan bristande tillgång till riskkapital utgöra en begränsning för expansion. Medlen bör därför **kunna investeras i mindre, nystartade och onoterade bolag**

Lag 2000:193 om Sjätte AP-fonden

- "Fondmedlen skall placeras så att kraven på **långsiktigt hög avkastning och tillfredsställande riskspridning** tillgodoses"

Lag (2007:709) om ändring i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden:

- "2 § Sjätte AP-fonden får placera de medel som styrelsen förvaltar 1. i aktier i **svenska och utländska aktiebolag**, 2. i sådana konvertibler eller teckningsoptioner som har utfärdats av svenska och utländska aktiebolag, 3. som riskkapital i svenska och utländska ekonomiska föreningar samt 4. i andelar i svenska och utländska kommanditbolag[...] Av fondens tillgångar, värderade till marknadsvärdet, får **högst tio procent vara utsatt för valutakursrisk**"

Sjätte AP-fondens målsättning

Sjätte AP-fondens styrelse har tolkat fondens uppdrag genom att sätta en tredelad målsättning:

1. Eftersträva en på lång sikt hög avkastning
2. Skapa tillfredställande riskspridning
3. Främst investera i små och medelstora svenska tillväxtföretag för att därigenom bidra till utvecklingen i svenskt näringsliv

KÄLLA: Riksdagen, Finansdepartementet, Sjätte AP-fonden

För hela fonden har styrelsen satt målet att långsiktigt generera en avkastning som överstiger reporäntan plus en riskpremie på 4,5%. Med en reporänta på i genomsnitt 2,3% under perioden 2003-2010 innebär det ett mål på 6,8% per år.

Fonden avkastningsmål för hela investeringsverksamheten samt de enskilda affärsområdena sätts med hjälp av fondens riskpremiemodell. Riskpremiemodellen är baserad på CAPM (Capital Asset Pricing Model¹), en välkänd princip för att beräkna avkastningskrav inom finansbranschen. Riskpremiemodellen beräknar ett avkastningskrav för varje enskild bolagsinvestering baserat på den riskfria räntan och ett påslag för marknadsrisken i investeringen. Marknadsriskpåslaget beror på bolagets bransch ("sektorbeta"), belåningsgrad och vilken mognadsfas bolaget befinner sig i. Det här innebär att marknadsriskpåslaget är högre för bolag i cykliska branscher, bolag med hög belåning och bolag i tidiga faser (Bild 69). Affärsområdenas avkastningsmål fås genom att aggregera målen från riskpremiemodellen för alla investeringar i affärsområdet och målet för hela investeringsverksamheten genom att aggregera målen för affärsområdena. För perioden 2003-2010 varierade avkastningsmålet för affärsområdena enligt riskpremiemodellen mellan ~6,5% och ~11% per år och för hela

¹ CAPM, Capital Asset Pricing Model, beskriver sambandet mellan risk och förväntad avkastning och används ofta för att prissätta riskfyllda värdepapper

investeringsverksamheten var målet 8,3% per år.¹ Avkastningsmålet för investeringsverksamheten enligt riskpremiemodellen är alltså högre än styrelsens mål för hela fonden (2003-2010 8,3% mot 6,8% per år). Givet att fonden idag är fullinvesterad (och fonden har tillgång till en kreditfacilitet) förefaller det otydligt vad som motiverar varför styrelsens mål för hela fonden idag är lägre.

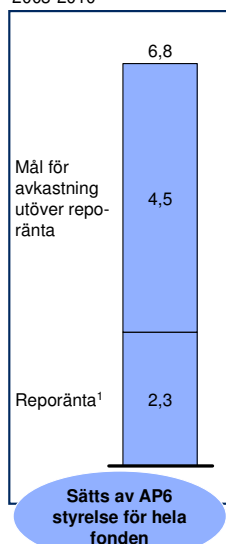
Flera av affärsområdena sätter ett internt mål som inte är baserade på riskpremiemodellen. De här målen är informella (används bara inom affärsområdet och redovisas inte i årsredovisningen). I AP Fondinvesteringar och AP Life Science används endast riskpremiemodellens mål. I AP Fondinvesteringar baseras dock det interna målet på riskpremiemodellen med en reporänta på 4%. De här två affärsområdena tittar också på olika branschindex för att jämföra sin avkastning mot andra aktörer, men använder inte branschindex som avkastningsmål (till exempel tittar AP Fondinvesteringar på branschindex från Preqin och Thomson Reuters). Övriga affärsområden arbetar med interna mål baserat på den bedömda risknivån i affärsområdets investeringar och jämförelse med konkurrenternas avkastningsmål i marknadssegmentet. De här målen varierar mellan ~8% i AP Konvertibeln (3 mån STIBOR + 7,5%) och ~20% för AP Direktinvesteringar och AP Nätverksinvesteringar för nya investeringar.

Bild 68

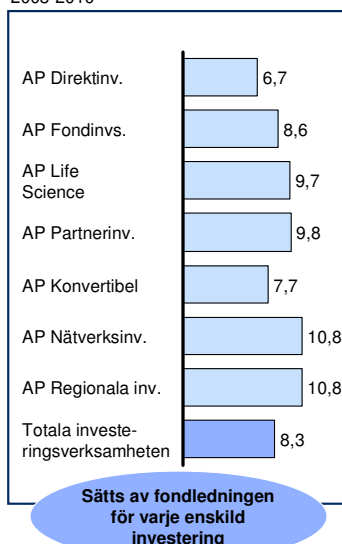
Sjätte AP-fondens avkastningsmål

Procent

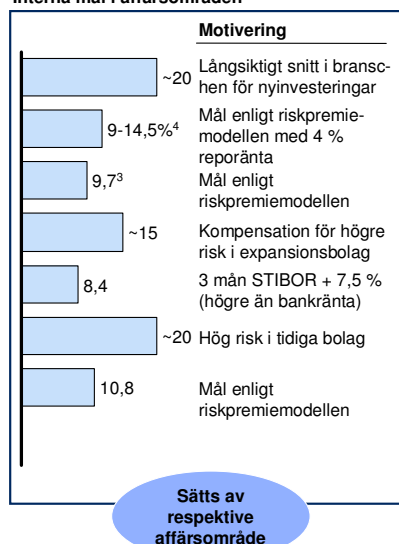
Totalt mål
2003-2010



Mål per affärsområde enligt riskpremiemodell²
2003-2010



Interna mål i affärsområden

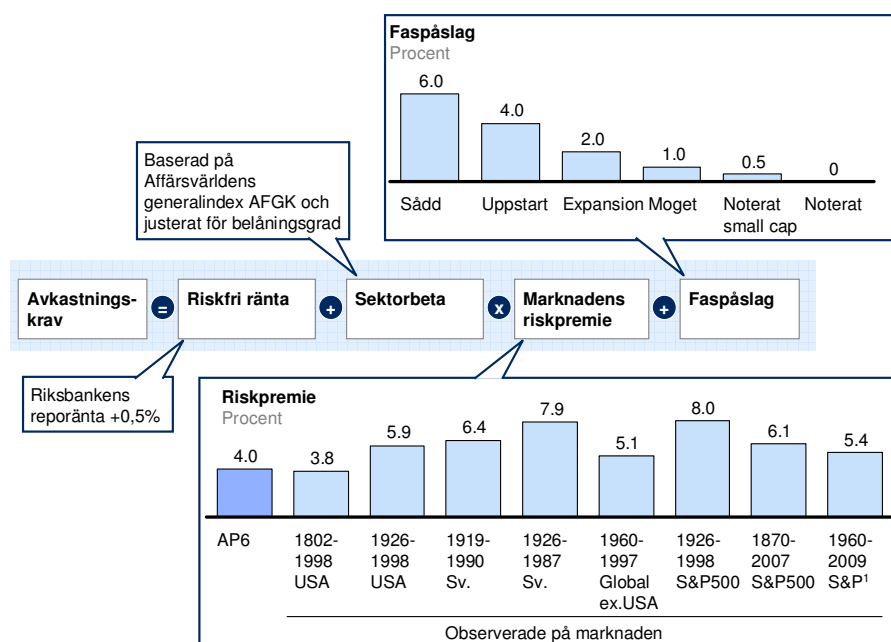


¹ 2,25% per år under 2003-2010; ² Avkastningskrav för dagens portfölj vid historisk genomsnittlig ränta om 2,3% (2003-2010). Avkastningskrav = Riskfri ränta + Sektorbeta (justerat för belåningsgrad) x Marknadens riskpremie + Faspåslag; ³ 2003-2010; ⁴ Buyout 10,5%, VC 12,5-14,5%, Noterade småbolag 9,0%

KÄLLA: Intervjuer; Sjätte AP-fonden

¹ För hela investeringsverksamheten baserat på faktisk portfölj 2003-2010 och en genomsnittlig reporänta på 2,3% per år. För affärsområdena en uppskattning baserad på affärsområdenas faktiska portfölj vid utgången av 2010 och en genomsnittlig reporänta på 2,3% per år

Sjätte AP-fondens riskpremiemodell



¹ McKinsey-estimat baserat på historisk data
KÄLLA: Sjätte AP-fonden, McKinsey

För att förstå Sjätte AP-fondens investeringsstrategi idag har fondens investeringsportfölj genomlysts per affärsområde som den såg ut vid utgången av 2010 (Bild 70). Det största affärsområdet AP Direktinvesteringar förvaltar idag 39% av fondens kapital och affärsområdets strategi är att göra direktinvesteringar ensamt eller tillsammans med andra investerare i Norden. Affärsområdet har inget branschfokus, men fokuserar på företag med omsättning på mer än SEK 500 miljoner och bolag som har möjligheter att expandera och förbättra sin affärsmodell. Idag har affärsområdet sex innehav i fyra olika branscher med en kombination av majoritets- och icke-majoritetsägande. AP Direktinvesteringar äger 50% i det onoterade fastighetsbolaget Norrporten (Andra AP-fonden äger övriga 50%), 40% i den onoterade banken Volvo Finans (övriga 60% ägs av Volvoåterförsäljare och Volvo Personvagnar) och 10% i börsnoterade Lindab (Sjätte AP-fonden samägde Lindab tillsammans Ratos innan bolaget börsnoterades 2006). AP Direktinvesteringar äger också 100% av de två onoterade bolagen MECA och Dawa som är aktiva på eftermarknaden för fordon, samt 80% av fastighetsbolaget Johannesberg Campusbo. Norrporten och Volvo Finans utgör en klar majoritet av värdet i affärsområdets portfölj och förefaller vara relativt stabila mogna bolag, medan MECA och Dawa är mogna bolag med en tydligare tillväxtprofil.

Bild 70

Genomlysning av Sjätte AP-fondens portfölj 2010

SEK miljarder

○ Andel av total, Procent

Affärsområden	Innehav	Marknadsvärderat kapital ⁵	Bransch	Mognadsfas		Investeringstyp		Ägarandel		Kommentarer		
				Noterat ²	Buyout VC	Direkt	Fond	≤50%	>50%			
AP Direkt-investeringar	Norrporten	~4,6	Fastighet Bank Bygg Fordon Fordon Fastighet							<ul style="list-style-type: none"> Oms: 1.6; äger 50% Oms: 0.5; äger: 40% Oms: 6.5; äger: 10% Oms: 1.4; äger: 100% Oms: 0.4; äger: 100% Oms: 0.0; äger 80% 		
	Vovio finans	~1,2		○33		✓	✓	✓	✓			
	Lindab	~0,7			✓	✓	✓	✓				
	MECA	~1,1		○6	✓	✓	✓	✓				
	DAWA				✓	✓	✓	✓				
Johanneberg Campusbo			✓	✓	✓	✓						
AP Fond-investeringar	Fond (Noterat)	2,3	Stort antal branscher	✓			✓	✓	Limited Partner			
	Fonder (BO)	4,6		○38	✓	✓	✓	✓				
	Fonder (VC)	0,7			✓	✓	✓	✓				
AP Partner-investeringar	~10 bolag <50%	2,5	8-10 branscher ³			✓	✓	✓	Affärspartner i styrelsen			
	~10 bolag >50%			○12	✓	✓	✓	✓				
AP Life Science	10 fonder/ investmentbolag	~1,6	Bioteknik Life-science			✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> Samarbete med SLS Invest Äger 0-3% av bolagen 			
	6 bolag	~0,1		○0	✓ ¹	✓ ¹	✓	✓				
AP Nätverks-investeringar	19 bolag	0,2	10-12 branscher ⁴			✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> Oms: <60 MSEK Två investment managers 			
AP Konvertibeln	3 bolag	0,2	Fordon Industri		✓		✓	✓	Tre industribolag			
AP Regionala investeringar	7 bolag	0,1	Stort antal branscher			✓	✓	✓	Hanteras av regionala investeringsbolag			
Totalt		19,9				11	64	25	54	46	85-90	10-15

1 Noterat: fem innehav, Onoterat: ett utvecklingsbolag; 2 Noterade fonder och aktier; 3 Till exempel IT, transport, energi; 4 Till exempel telekom, läkemedel, media
5 Baserat på redovisad data samt uppskattningar utifrån cirkeldiagram över marknadsvärden i Årsredovisning 2010

KÄLLA: Sjätte AP-fonden; McKinsey-analys

AP Fondinvesteringar förvaltar idag 38% av fondens kapital och affärsområdets strategi är att investera i fonder och investmentbolag med inriktning mot dels onoterade företag i faserna expansion och moget, dels noterade små och medelstora företag. Större delen av AP Fondinvesteringars kapital är investerat i fonder som investerar i mogna bolag och noterade småbolag i Norden. En liten del av kapitalet är investerat i fonder som investerar i expansionsbolag.

AP Partnerinvesteringar förvaltar idag 12% av Sjätte AP-fondens totala kapital och affärsområdets strategi är att investera i svenska företag med SEK 10-400 miljoner i omsättning. AP Partnerinvesteringar investerar alltid tillsammans med en affärspartner. Affärspartnern är vanligtvis en person som bedöms ha rätt kompetens att bidra till företagets utveckling och personen går in som styrelseordförande i bolaget. Idag har affärsområdet investerat i ~20 bolag i ~8-10 olika branscher (t.ex. energi, hälso- och sjukvård, IT, media och reklam, managementkonsult, transport). I ungefär hälften av bolagen äger Sjätte AP-fonden en majoritetsandel och i den andra hälften en minoritetsandel.

Övriga ~10% av Sjätte AP-fondens kapital är idag investerat i ~30-40 expansionsbolag i de fyra affärsområdena AP Life Science, AP Nätverksinvesteringar, AP Konvertibeln och AP Regionalinvesteringar. AP Life Sciences strategi är att investera i medicinteknik och bioteknik och vid utgången av 2010 bestod portföljen av tio fonder och investmentbolag, fem noterade innehav samt ett utvecklingsbolag. AP Nätverksinvesteringar investerar i

företag med SEK 15-70 miljoner i omsättning och som ska börja kommersialisera sin produkt. Affärsområdet har ett brett branschfokus och hade vid utgången av 2010 19 innehav, i vilka de äger mellan 15% och 70% av aktierna. AP Konvertibel investerar i generationsskiftesföretag och andra företag med SEK 100-1 000 miljoner i omsättning. AP Regionala Investeringars strategi är att investera i regionala investeringsbolag och direkt i företag i tidig expansionsfas (t.ex. Chalmers Innovation, EkoNord Invest, Jönköping Business) och en målsättning är att skapa kontakter i regionala nätverk som leder till investeringar för Sjätte AP-fondens övriga affärsområden. Affärsområdet har inget specifikt branschfokus och äger mellan 10-25% i de bolag de investerar i.

JÄMFÖRELSE AV SJÄTTE AP-FONDENS STRATEGI MED ANDRA RISKKAPITALINVESTERARE

Sjätte AP-fonden investerar idag i mogna bolag ("Buyout"), expansionsbolag ("Venture Capital") och noterade småbolag i ett stort antal branscher genom en kombination av direktinvesteringar och fondinvesteringar. Fonden var 2010 organiserad i sju affärsområden och flera affärsområden gör/förvaltar olika typer av investeringar i termer av mognadsfas, branscher och ägarandel (majoritetsandel och minoritetsandel). Givet fondens uppdrag fokuserar Sjätte AP-fonden på investeringar i Sverige. En jämförelse av Sjätte AP-fondens investeringsstrategi med de jämförda riskkapitalinvesteringarna visar på ett par skillnader (Bild 71):

Bild 71

Jämförelse av investeringsfokus

SEK miljarder

Fond	Förvärvat kapital	Direktinvesteringar			Fondinvesteringar			Geografiskt fokus	
		Venture	Buyout	Noterat	Venture	Buyout	Noterat		
Fonder kopplade till pensionssystem	AP6	20	✓	✓	✓	✓	✓	✓	Sverige/Norden
	Alpinvest ³	~450	✗	✗	✗	✓	✓	✗	Europa, Nordamerika, Asien
	ATP Private Equity Partners	~70	✗	✓	✗	✓	✓	✗	Europa, Nordamerika, Asien, Australien, Sydamerika
	CPP PE	~150	✗	✓	✗	✓	✓	✗	Europa, Nordamerika, Asien
	Teachers' Private Capital ⁴	~75	(✓) ¹	✓	✗	✓	✓	✗	Europa, Nordamerika, Asien, Mellanöstern
Direktinvesteringar	AP Direktinvesteringar	8	✗	✓	✓	✗	✗	✗	Sverige
Partnerinvesteringar	AP Partnerinvesteringar	2	✓ ⁵	✗	✗	✗	✗	✗	Sverige
Större nordiskt PE-bolag	Större nordiskt PE-bolag	>15	✗	✓	✗	✗	✗	✗	Norden
Större nordiskt PE-bolag	Större nordiskt PE-bolag	>15	✗	✓	✗	✗	✗	✗	Norra Europa
Internationellt PE-bolags svenska avdelning	Internationellt PE-bolags svenska avdelning	10-20	✗	✓	✗	✗	✗	✗	Norden
Nordisk growth-investerare	Nordisk growth-investerare	<5	(✓) ²	(✓) ²	✗	✗	✗	✗	Norden
AP Fondinvesteringar	AP Fondinvesteringar	8	✗	✗	✗	✓	✓	✓	Norden
AP1	AP1	4	✗	✗	✗	✗	✓	✗	Globalt
AP2	AP2	8	✗	✗	✗	(✓) ⁴	✓	✗	Globalt (VC i USA)
AP3	AP3	10	✗	✗	✗	(✓) ⁴	✓	✗	Globalt (VC i USA)
AP4	AP4	4	✗	✗	✗	(✓) ⁴	✓	✗	Globalt (VC i USA)
Nordisk bank	Nordisk bank	10-20	✗	✗	✗	✓	✓	✗	Globalt (VC i USA)
Svenskt försäkringsbolag 1	Svenskt försäkringsbolag 1	5-15	✗	✗	✗	✗	✓	✗	Globalt
Svenskt försäkringsbolag 2	Svenskt försäkringsbolag 2	5-15	✗	✗	✗	✗	✓	✗	Globalt
Svenskt försäkringsbolag 3	Svenskt försäkringsbolag 3	5-15	✗	✗	✗	✓	✓	✗	Globalt (VC i USA)

1 Endast saminvesterare inom VC

2 Endast expansionsbolag med marknadsvärde > ~50 MSEK

3 Endast "Secondary Investments"

4 Endast ett fåtal fondinvesteringar inom VC

5 Inga ytterligare investeringar i Expansionsbolag innan segmentets långsiktiga potential utvärderats

KÄLLA: Hemsidor; årsredovisningar, intervjuer

- Sjätte AP-fonden gör flest typer av investeringar (noterat/onoterat, direkt/indirekt och mognadsfaser) bland de jämförda riskkapitalinvesterarna, samtidigt som fonden är mindre än de flesta jämförda investerarna. Till exempel investerar ingen av de andra riskkapitalinvesterarna i jämförelsen direkt eller genom fonder i noterade aktier. Ingen av de andra investerarna i jämförelsen, förutom den specialiserade nordiska growth-investeraren, investerar direkt i expansionsbolag och de som investerar i expansionsbolag gör det genom fonder.
- Sjätte AP-fonden har den mest fokuserade strategin geografiskt bland de jämförda riskkapitalinvesterarna. Ingen av de andra riskkapitalinvesterarna kopplade till statliga pensionssystem fokuserar på sin hemmamarknad. Alla investerare i jämförelsen som investerar i riskkapitalfonder gör det globalt, till skillnad från Sjätte AP-fonden som fokuserar på Sverige och Norden i sina fondinvesteringar. De investerare som investerar i expansionsbolag genom fonder gör det framförallt i Nordamerika. De andra fondinvesterarna motiverar sin globala investeringsinriktning med att det ger tillgång till fler framgångsrika fonder och möjlighet att öka riskspridningen (olika geografier, fondteam etc.). Sjätte AP-fondens fokus på Sverige drivs av fondens uppdrag.
- De investerare i jämförelsen som gör direktinvesteringar i onoterade bolag fokuserar på Norden eller norra Europa jämfört med Sjätte AP-fonden som fokuserar på Sverige. De flesta jämförda direktinvesterarna är större än Sjätte AP-fondens direktinvesterade affärsområden och motiverar sitt fokus på Norden eller norra Europa med att det krävs lokal marknadskännedom för att vara framgångsrik, men att Sverige idag är en för liten marknad för deras fondstorlek. Det finns andra mindre direktinvesterar i onoterade bolag som liksom Sjätte AP-fonden fokuserar på Sverige.

De jämförda fonderna motiverar sitt fokus på en eller ett fåtal typer av investeringar med att olika typer av investeringar kräver olika kompetenser och att det finns skalfördelar i en viss typ av investeringar (Bild 72). Till exempel är nyckelkompetenser inom direktinvesteringar i mogna bolag att inom specifika branscher kunna identifiera företag med låg affärsrisk och stora förbättringsmöjligheter (till exempel intern omstrukturering, branschkonsolidering och organisk tillväxt), strukturera finansieringslösningar och tillsätta duktiga företagsledning för att driva igenom förbättringar. Det kan jämföras med direktinvesteringar i expansionsbolag där viktiga kompetenser är att identifiera och utvärdera affärspotentialen i nya innovationer och teknologier och hjälpa företag att utveckla och kommersialisera nya affärskoncept. Inom fondinvesteringar är det viktigt att ha rätt kompetens för att systematiskt utvärdera riskkapitalfonders investeringsteam och investeringsstrategier. Mot den här bakgrunden bedöms det vara svårt för de flesta riskkapitalinvesterare med Sjätte AP-fondens storlek att övertyga investerare att de har ledande kompetens att skapa hög överavkastning i ett stort antal olika typer av investeringar samtidigt.

Anledningen till att få investerare idag investerar i expensionsfonder i Europa är att få investerare har lyckats generera tillfredställande avkastning inom expensionssegmentet i Europa senaste tio åren. Den genomsnittliga avkastningen inom expensionsbolag eller "Venture Capital" de senaste 10 åren har i Europa varit 1,6% per år. Det kan jämföras med 8,9% per år för riskkapitalinvesteringar i mogna bolag i Europa. I USA har investeringar i expensionsbolag genererat högre avkastning de senaste fem åren, även om avkastningen också varit lägre än för mogna bolag. Svårigheten att skapa tillfredställande avkastning i expensionssegmentet i Sverige har lett till att de idag finns få privata expensionsinvesterar kvar (Bild 73). Som tidigare nämnts har Sjätte AP-fonden beslutat att se över sin närvaro i expensionssegmentet efter låg avkastning under många år. Svenska staten under de senaste tio åren startat flera statliga bolag som fokuserar på investeringar i tidiga faser för att stödja innovation och utveckling där det bedömts finnas otillräckligt med riskvilligt privat kapital (t.ex. Inlandsinnovation 2010, Fouriertransform 2009 och Innovationsbron 2005).

Bild 72

Framgångsfaktorer per investeringssegment

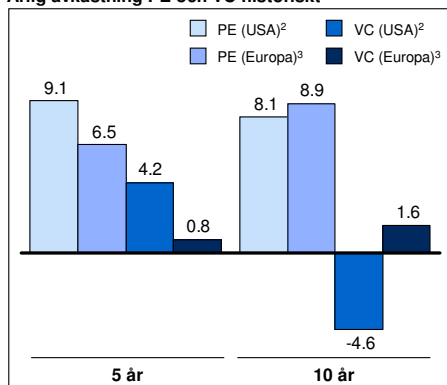
Segment	Typisk ägarandel	Viktiga faktorer för framgång
Mogna bolag ("Buyout")	>50% (ledningen delägare)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ledande branschspecifik kunskap om företagsförbättringar och turnarounds <ul style="list-style-type: none"> – Finansiella omstruktureringar (belåningsstruktur, delägarskap för ledningen) – Operationella förbättringar (kostnadsreduktion, working capital, organisk tillväxt) – Branschkonsolidering ▪ Spendera mycket tid första 100 dagarna för att utveckla ambitiösa planer med ledningen och följ upp under innehavsperioden
Expansionsbolag ("Venture Capital")	10-40% (ledningen delägare)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Förutse och identifiera nya teknologier/tekniska diskontinuiteter och innovationer ▪ Ledande branschspecifik kunskap för att utveckla och kommersialisera nya affärskoncept ▪ Nätverk för att få tillgång till affärer, styrelsekompetens och "entrepreneurs-in-residence"
Fonder ("Fund of funds")	<10%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Skala för att bygga långsiktiga relationer med de främsta fonderna och konsekvent kunna investera i nya fonder ▪ Rigorösa processer och verktyg för utvärdera fonder (investeringsteam, strategi och organisation och historiska framgångar) ▪ Ledande intern kompetens med egen investeringserfarenhet från den typ av institutioner man investerar i (t.ex. Private Equity, Venture Capital)
Noterade bolag	<10%	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ledande kompetens inom aktiemarknadsanalys ▪ Ha tillgång till ledande industriell kompetens för styrelsearbete internt eller via nätverk för investeringar med större ägarandel

KÄLLA: Intervjuer

Historisk avkastning för Venture Capital och Private Equity

Procent

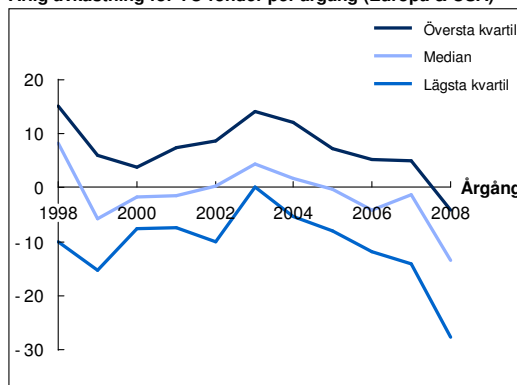
Årlig avkastning PE och VC historiskt^{2,3}



"19 av 20 svenska riskkapitalbolag som investerar i unga tillväxtbolag har försvunnit på tio år. Dessutom ratar svenska institutioner de få kvarvarande fonderna"

Dagens Industri 17/2 2011

Årlig avkastning för VC-fonder per årgång (Europa & USA)¹



"Trots det gånga decenniets många framgångssagor (Google, YouTube, EqualLogic etc) har den typiska VC-fonden varit en förlustaffär för sina ägare"

Fortune 16/2 2011

1 Prequin: avkastning efter management fees, kostnader och carry fram till April 2010 för 439 fonder inom alla regioner med årgång 1998-2008

2 Cambridge Associates: Avkastning fram till och med september 2010

3 EVCA: Avkastning fram till och med 2009

KÄLLA: Prequin Private Equity Benchmarks; Cambridge Associates; EVCA; Dagens Industri; Fortune

JÄMFÖRELSE AV SJÄTTE AP-FONDENS MÅL MED ANDRA RISKKAPITALINVESTERARE

Sjätte AP-fondens mål har jämförts med andra riskkapitalinvestorer i tre steg: fondens roll och övergripande målsättning, uppbyggnad av avkastningsmål och nivå på avkastningsmål.

Sjätte AP-fondens roll och målsättning skiljer sig på flera sätt från de andra riskkapitalinvesterarna i jämförelsen. Sjätte AP-fonden är den enda av de jämförda riskkapitalinvesterarna kopplade till ett statligt pensionssystem som har ett uttalat icke-finansiellt mål i och med att fonden genom sina investeringar ska bidra till svenskt näringsliv. De fyra andra riskkapitalfonderna som är kopplade till statliga pensionssystem i andra länder har enbart målet att generera hög avkastning med begränsad risknivå (Bild 74). Sjätte AP-fonden är också ensam bland de jämförda riskkapitalinvesterarna kopplade till statliga pensionssystem att vara en stängd fond utan in- och utflöden. Det här gör att fonden till skillnad från de jämförda fonderna behöver arbeta med likviditetsplanering för att kunna göra uppföljningsinvesteringar i portföljbolag, nyinvesteringar och täcka löpande kostnader. De andra statliga riskkapitalfondinvesterarnas kapitaltillgång styrs av allokeringsbeslut i landets pensionsfonder samt pensionsutbetalningar.

Jämförelse av roll och målsättning för riskkapitalfonder kopplade till statliga pensionssystem

	Målsättning			Kommentar
	Avkastningsmål	icke finansiella mål	Stängd fond?	
Sjätte AP-fonden	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> Styrelsen har satt en tredelad målsättning: <ul style="list-style-type: none"> Eftersträva en på lång sikt hög avkastning Sprida risker genom att investera i flera marknadssegment Bidra till svenskt näringsliv genom att investera i små och medelstora svenska tillväxtföretag Stängd fond, inga in- eller utflöden ur fonden
Alpinvest	✓	✗	✗	<ul style="list-style-type: none"> Uppdrag att placera kapital på bästa sätt inom givet riskmandat för att uppnå hög avkastning Inga icke-finansiella mål/uppdrag Ut/inflöden varierar med pensionsfondens allokering och utbetalningar
ATP Private Equity Partners	✓	✗	✗	<ul style="list-style-type: none"> Uppdrag att placera kapital på bästa sätt till låg risk Inga icke-finansiella mål/uppdrag Ut/inflöden varierar med pensionsfondens allokering och utbetalningar
CPP PE	✓	✗	✗	<ul style="list-style-type: none"> Uppdrag att maximera avkastningen utan för hög risk Inga icke-finansiella mål/uppdrag (med undantag för att bygga upp ytterligare intern kompetens) Ut/inflöden varierar med pensionsfondens allokering och utbetalningar
Teachers' Private Capital	✓	✗	✗	<ul style="list-style-type: none"> Uppdrag att generera maximal avkastning för sina medlemmar till en lämplig risk Inga icke-finansiella mål/uppdrag Ut/inflöden varierar med pensionsfondens allokering och utbetalningar

KÄLLA: Hemsidor; årsredovisningar; intervjuer

Hur Sjätte AP-fonden bygger upp sina avkastningsmål har jämförts med hur de andra riskkapitalinvesterarna i jämförelsen bygger upp sina avkastningsmål i tre grupper: hela Sjätte AP-fonden jämfört med andra riskkapitalinvesterare kopplade till statliga pensionssystem, AP Direktinvesteringar och AP Partnerinvesteringar jämfört med andra privata direktinvesterare och AP Fondinvesteringar jämfört med andra fondinvesterare.

Jämförelsen visar att det finns skillnader mellan hur Sjätte AP-fonden och de jämförda investerarna bygger upp sina avkastningsmål (Bild 75):

- Sjätte AP-fondens avkastningsmål varierar över tid med den riskfria räntan. Andra riskkapitalfonder har antingen ett mål länkat till den underliggande aktiemarknadsutvecklingen genom ett marknadsindex eller ett absolutavkastningsmål.
- Sjätte AP-fondens mål för hela investeringsverksamheten och de enskilda affärsområdena är ett resultat av fondens val av sektorer och mognadsfaser. Det innebär att fondens avkastningsmål sjunker om fonden investerar i mer stabila branscher och mogna bolag och tvärtom. Andra fonder har antingen ett marknadsindex eller ett absolutavkastningsmål som inte påverkas av i vilka sektorer och mognadsfaser de investerar i.
- Överavkastning eller ”alfa” skapas i direktinvesteringar genom att göra bra köp och försäljningar samt att framgångsrikt bidra till företagets värdeutveckling under

innehavsperioden och i fondinvesteringar genom att investerar i de mest framgångsrika fondera. Sjätte AP-fonden har ingen "alfa-komponent" i sina avkastningsmål. Det innebär att Sjätte AP-fondens mål motsvarar en långsiktig förväntad marknadsavkastning i de branscher och mognadsfaser fonden investerar i. Om Sjätte AP-fonden når sitt mål innebär det inte att fonden skapat en överavkastning jämfört den genomsnittliga investeraren. För riskkapitalfonder som är beroende av att attrahera kapital från investerare bedöms det vara viktigt att sätta avkastningsmål som sätter en hög ambition att skapa överavkastning och flera av jämförelsefonderna har en uttalad "alfa-komponent" i sina avkastningsmål. AP Direktinvesteringars och AP Partnerinvesteringars interna mål förefaller mer likna målen som andra direktinvesterarare sätter.

Många andra riskkapitalinvesterarerna sätter målen genom att först formulera en strategi för att skapa hög överavkastning till en viss risk. Strategin säger i vilka branscher, i vilka länder och i vilken storlek på bolag de ska investera. Strategin säger också hur mycket överavkastning man kräver från sina investeringar och hur överavkastningen ska uppnås. Därefter sätter de ett avkastningsmål som krävs för att uppfylla strategi. I Sjätte AP-fondens fall förefaller kopplingen mellan fondens investeringsstrategi och fondens avkastningsmål vara mindre tydlig.

Bild 75

Jämförelse av uppbyggnad för avkastningsmål

	Sjätte AP-fonden	Jämförelsefonder
Fonder kopplade till statliga pensions-system	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Hela fonden: långsiktigt mål på riskfri ränta + 4,5% ▪ Investeringsverksamheten: Aggregerat mål från Riskpremiemodellen: riskfri ränta + marknadsriskpåslag utifrån bransch och fas för varje innehav 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Årligen och långsiktigt överträffa externt index för riskkapital-investeringar i onoterade aktier (t.ex. index från Cambridge Associate Ltd eller Venture Economics)
Direkt-investerande fonder	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aggregerat mål från Riskpremiemodellen: Riskfri ränta + marknadsriskpåslag utifrån bransch och fas för enskilda innehav 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Absolutavkastningsmål baserade riskpremie för onoterade investeringar och belåning samt förväntad överavkastning genom aktivt ägande: <ul style="list-style-type: none"> – PE-fonder: 20-25% IRR – VC-fonder: 10-13% IRR
Fond-investerande fonder	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Aggregerat mål utifrån Riskpremiemodellen: Riskfri ränta + marknadsriskpåslag utifrån bransch och fas för varje portföljbolag i var och en av fonderna 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Indexlänkat mål: MSCI World + påslag (300-500bp) som avspeglar förväntad avkastning från högre risktagande¹ samt investeringar i de mest framgångsrika fonderna ("alfa")

¹ Likviditetsrisk och typiskt sett högre belåning

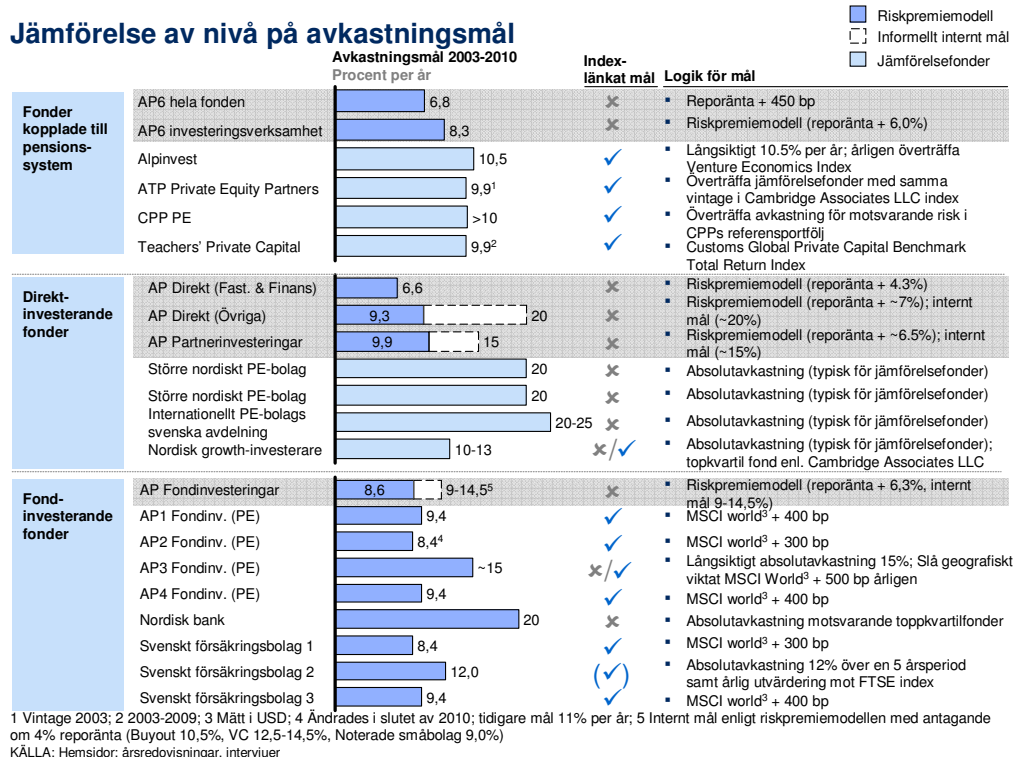
KÄLLA: Hemsidor; årsredovisningar; intervjuer; McKinsey-analys

Det är svårt att jämföra nivåer på avkastningsmål för Sjätte AP-fonden och de andra riskkapitalinvesterarerna i jämförelsen, eftersom fonderna har olika roller, målsättningar

och investeringsstrategier. Det är också svårt att välja en optimal tidsperiod att mäta över. En jämförelse av Sjätte AP-fondens och de jämförda riskkapitalinvesteringarna avkastningsmål för perioden 2003-2010 indikerar dock att Sjätte AP-fondens avkastningsmål förefaller vara lägre än avkastningsmålen för flera av de andra riskkapitalinvesteringarna.¹

Styrelsens mål för hela Sjätte AP-fonden var för 2003-2010 6,8% per år. Det kan jämföras med ~10% per år eller högre för de jämförda riskkapitalinvesteringarna kopplade till statliga pensionssystem i andra länder (Bild 76). AP Direktinvesteringar och AP Partnerinvesteringar hade enligt Riskpremiemodellen för 2003-2010 mål på ~6,5-10% per år, vilket kan jämföras med 10-20% per år för de jämförda direktinvesteringarna. AP Direktinvesteringars och AP Partnerinvesteringars interna mål förefaller vara mer i linje med målen för de jämförda direktinvesteringarna.

Bild 76



AP Fondinvesteringar hade för 2003-2010 ett avkastningsmål som låg i linje med Första, Andra och Fjärde AP-fondernas samt ett par av de jämförda försäkringsbolagens mål för fondinvesteringar i riskkapitalfonder på ~8,5-9,5% per år. Tredje AP-fonden och några av

¹ Reporäntan som påverkar Sjätte AP-fondens mål enligt riskpremiemodellen var 2003-2010 2,3% per år. Det är lägre än den långsiktigt förväntade reporäntan. Samtidigt genererade aktier under 2003-2010 en lägre avkastning än den långsiktigt förväntade avkastningen på aktier, vilken ligger till grund för flera av jämförelsefondernas avkastningsmål

de privata fondinvesterarna förefaller ha högre avkastningsmål, för perioden 2003-2010 mellan 12 och 20% per år. En skillnad som sannolikt förklarar en stor del av skillnaden i nivå på avkastningsmålet mellan Sjätte AP-fonden och de jämförda investerarna som har de högsta avkastningsmålen är att dessa investerare inkluderar ett högt krav på överavkastning i sina mål. Skillnader i uppdrag och målsättningar kan också påverka möjligheterna att generera hög avkastning.