

# Regeringens skrivelse

## 2009/10:130



Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2009 Skr.

2009/10:130

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 20 maj 2010

*Mats Odell*

*Anders Borg*  
(Finansdepartementet)

### Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen lämnar regeringen en redovisning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) verksamhet t.o.m. 2009. I redovisningen ingår bl.a. en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar 2009, en utvärdering av styrelsernas förvaltning i ett längre perspektiv och en bedömning av fondernas operativa verksamhet.

Sammanställningen av AP-fondernas årsredovisningar visar att resultatet för buffertfonderna sammantagna, dvs. Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna, uppgick till 135,6 miljarder kronor 2009. Förutom resultatet påverkades buffertkapitalet av ett nettoutflöde på motsvarande 15,6 miljarder kronor, till följd av att pensionsutbetalningarna för första gången översteg pensionsavgifterna.

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

	2009	2008	2007	2006	2005	2001–2009
Avkastning	19,3	-21,6	4,3	10,7	17,5	3,2
Inkomstindex	6,2	4,5	3,2	2,7	2,4	3,6
Fondkapital	827	708	898	854	765	

Buffertfondernas samlade resultat uttryckt som avkastning uppgick till 19,3 procent under 2009, vilket är det enskilt bästa resultatet sedan 2001. Buffertfondernas genomsnittliga avkastning 2001–2009 uppgår till 3,2 procent per år, något lägre än inkomstindex över perioden. De senaste årens försämring av pensionssystemets finansiella ställning förklaras dock främst av andra faktorer än buffertfondernas avkastning.

Regeringens utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning omfattar styrelsernas strategiska beslut i ett långsiktigt perspektiv och fondernas operativa förvaltning under den senaste femårsperioden (2005–2009). Fondernas långsiktiga avkastning sedan 2001 har förbättrats markant jämfört med situationen 2008 men når inte upp till de mål som respektive styrelse har fastställt för perioden 2001–2009. Det förklaras framför allt av att aktiemarknaderna under denna period haft en historiskt låg avkastning.

Till följd av förändringar under 2009 skiljer sig Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningsmodeller från varandra i större utsträckning än tidigare. De skillnader som har uppstått i fondernas strategier är i grunden positiva.

Första–Fjärde AP-fondernas operativa resultat bedöms fortfarande vara mindre tillfredsställande respektive otillfredsställande. Generellt noteras en viss förskjutning i fondernas fokus från aktiv förvaltning till strategiska beslut, vilket är i linje med regeringens tidigare bedömning.

Sjätte AP-fonden har ett, jämfört med övriga buffertfonder, specialiserat uppdrag att investera på riskkapitalmarknaden, framför allt i svenska små och medelstora företag. Fondens långsiktiga avkastning tyngs av ett svagt resultat från investeringar i tidig fas av bolagens utveckling. Styrelsen har under 2009 beslutat att vidta åtgärder inom detta segment, vilket bedöms vara i pensionssystemets intresse.

Sjunde AP-fonden har inte uppnått styrelsens mål att överträffa genomsnittet av valda fonder i premiepensionssystemet (PPM-index) under den senaste femårsperioden 2005–2009, vilket bl.a. beror på ett svagt resultat i den operativa förvaltningen. Avkastningen i icke-valsalternativet Premiesparfonden är i nivå med PPM-index under den längre perioden 2001–2009.

I årets utvärdering ingår också en granskning av Första–Fjärde AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik, bolagsstyrning samt samordning av administrativa funktioner för att sänka kostnaderna. Därtill sker en uppföljning av AP-fondernas tillämpning av regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna.

Regeringen anser att Första–Fjärde AP-fonderna inom ramen för arbetet med miljö- och etikfrågor bör, såsom konstaterades förra året, vidareutveckla sin värdegrund. Bolagsstyrningen i Första–Fjärde AP-fonderna bedöms fungera väl, baserat på en jämförelse med ett urval av svenska pensionsbolag och utländska pensionsfonder.

Första–Fjärde AP-fonderna har inlett ett samarbete för att sänka de administrativa kostnaderna. Regeringen anser att resultaten av samarbetet bör redovisas så snart som möjligt.

Uppföljningen av AP-fondernas tillämpning av regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare visar att ersättningar till anställda i AP-fonderna i stort är i linje med regeringens riktlinjer. Däremot konstaterar regeringen att fonderna, i rollen som ägare av börsbolag, har vidtagit åtgärder med anledning av regeringens riktlinjer men att fonderna har agerat för ersättningsvillkor som inte är i enlighet med dessa riktlinjer.

1	Inledning .....	5
2	Utvecklingen på de finansiella marknaderna .....	6
2.1	Om utvärderingshorisonten för AP-fonderna .....	6
2.2	Utvecklingen på de finansiella marknaderna 2001– 2009 .....	7
3	AP-fonderna och ålderspensionssystemet .....	10
3.1	Det allmänna ålderspensionssystemet .....	10
3.1.1	Närmare om inkomstpensionssystemet .....	11
3.2	Ålderspensionssystemet 2009 .....	13
3.2.1	Inkomstpensionssystemet .....	13
3.2.2	Premiepensionssystemet .....	14
3.3	AP-fondernas uppbyggnad .....	15
3.3.1	Historik .....	15
3.3.2	Buffertfondernas roll i inkomstpensionssystemet .....	16
3.3.3	Sjunde AP-fondens roll i premiepensionssystemet .....	20
3.4	Buffertfondernas samlade resultat .....	21
4	AP-fondernas redovisade resultat .....	24
4.1	Första–Fjärde AP-fonderna .....	25
4.1.1	Första AP-fondens resultat .....	26
4.1.2	Andra AP-fondens resultat .....	28
4.1.3	Tredje AP-fondens resultat .....	31
4.1.4	Fjärde AP-fondens resultat .....	35
4.2	Sjätte AP-fonden .....	37
4.3	Sjunde AP-fonden .....	42
5	Utvärdering av AP-fondernas verksamhet .....	46
5.1	AP-fonderna i pensionssystemet .....	47
5.2	Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning .....	52
5.2.1	Strategiska beslut .....	52
5.2.2	Operativ förvaltning .....	63
5.3	Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning .....	68
5.4	Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning .....	73
5.4.1	Strategiska beslut .....	73
5.4.2	Operativ förvaltning .....	76
5.5	Övriga förvaltningsfrågor .....	78
Bilaga 1	Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna .....	89
Bilaga 2	Årsredovisning för Första AP-fonden	
Bilaga 3	Årsredovisning för Andra AP-fonden	
Bilaga 4	Årsredovisning för Tredje AP-fonden	
Bilaga 5	Årsredovisning för Fjärde AP-fonden	
Bilaga 6	Årsredovisning för Sjätte AP-fonden	
Bilaga 7	Årsredovisning för Sjunde AP-fonden	
Bilaga 8	Underlag från McKinsey&Company	
Bilaga 9	Underlag från KPMG	



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

Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna förvaltar fördelningssystemets buffertkapital och kan därför sägas vara buffertfonder. Buffertkapitalet ingår bland pensionssystemets tillgångar tillsammans med avgifts-tillgången, som i sin tur representerar värdet av framtida pensionsavgifter. Buffertfonderna utjämnar svängningar i flödet av pensionsavgifter och pensionsbetalningar och förväntas därutöver bidra till pensionssystemets långsiktiga finansiering. Under 2009 översteg för första gången pensionsbetalningarna beloppsmässigt pensionsavgifterna, vilket resulterade i ett nettotillskott till pensionssystemet från buffertfonderna. Sjunde AP-fonden förvaltar, tillsammans med ett stort antal privata fondförvaltare, premiepensionssystemets fonderade kapital.

Första–Fjärde AP-fonderna fick nya uppdrag 2000, med verkan fr.o.m. 2001. Som ett led i reformerna på pensionsområdet har fondernas roll som buffert och långsiktig finansiär av inkomstpensionen renodlats. Fondernas styrelser fastställer mål och riktlinjer för verksamheten på basis av lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och dess förarbeten (prop. 1999/2000:46). Eftersom reglerna är desamma har Första–Fjärde AP-fonderna identiska uppdrag. Var och en av dessa förvaltar blandade och väl spridda globala portföljer bestående av aktier, räntebärande instrument och onoterade tillgångar. Sjätte AP-fonden, som också ingår bland buffertfonderna, har dock i huvudsak verkat under samma regelverk sedan dåvarande sjätte fondstyrelsen inrättades 1997. Fondens uppgift är att placera fondkapitalet på den inhemska riskkapitalmarknaden med inriktning mot små och medelstora företag.

Den i skrivelsen aktuella perioden t.o.m. 2009 omfattar delperioder med varierande förutsättningar. Sammantaget för hela perioden 2001–2009 är den långsiktiga avkastningen på svenska och utländska aktier historiskt sett svag, vilket har påverkat förutsättningarna för alla pensionsfonder som placerar i aktier, inte minst AP-fonderna.

Buffertfondernas långsiktiga avkastning sedan 2001 har förbättrats markant under det senaste året. Avkastningen i buffertfonderna kunde dock inte kompensera för att skulderna ökade mer än avgiftstillgången i pensionssystemet fr.o.m. 2008. Som en konsekvens av underskottet i pensionssystemet 2009 aktiveras den automatiska balanseringen för andra året i följd.

Eftersom AP-fonderna har bedrivit verksamhet enligt nuvarande regelverk under nio år eller mer, kan utvärderingen ges en ändamålsenlig inriktning. Styrelsernas strategiska beslut utvärderas i ett långsiktigt perspektiv bl.a. med utgångspunkt i fondernas mål och inkomstindex som är bestämmande för den årliga uppräknningen av inkomstpensionssystemets övriga tillgångar och skulder. Sjätte AP-fondens långsiktiga

avkastning belyses med stöd av en analys av fondens olika portföljer. Resultatet av AP-fondernas operativa förvaltning utvärderas över en femårshorisont.

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

I skrivelsen sammanfattas utvecklingen på de finansiella marknaderna i avsnitt 2. AP-fondernas roll i pensionssystemet och övergripande utveckling behandlas i avsnitt 3. AP-fondernas resultat sammanfattas på grundval av fondernas årsredovisningar i avsnitt 4. Därefter följer regeringens utvärdering av fondernas verksamhet i avsnitt 5. Regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna återfinns i *bilaga 1*. AP-fondernas årsredovisningar återfinns i *bilagor 2–7*. Som tidigare har extern expertis anlåtats för att bistå vid utvärderingen. Konsulternas underlag återfinns i *bilagor 8 och 9*.

## 2 Utvecklingen på de finansiella marknaderna

### 2.1 Om utvärderingshorisonten för AP-fonderna

Regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet sker i två steg. Först utvärderas styrelsernas strategiska beslut, som ofta har störst betydelse för fondkapitalets långsiktiga utveckling. Därefter utvärderas fondernas operativa resultat med utgångspunkt i de mål och riktlinjer som har fastställts av styrelserna.

Vid utvärdering av styrelsernas strategiska beslut bör perioden för utvärdering vara lång. Den bör dock inte vara så lång som fondernas egen placeringshorisont, eftersom det i så fall skulle vara alltför sent att vidta eventuella korrigerande åtgärder. Även det faktum att ledamöterna i AP-fondernas styrelser ersätts efter viss tid talar för att perioden för utvärdering av strategiska beslut trots allt bör vara begränsad. Dock kan en utvärdering av styrelsernas strategiska beslut inte upphöra att ta hänsyn till fondernas placeringshorisont, som den framgår av pensionssystemets åtagande. I det följande läggs hela perioden sedan Första–Fjärde AP-fonderna inledde verksamhet med nya placeringsregler 2001 till grund för granskningen av styrelsernas strategiska beslut. Följande avsnitt avseende utvecklingen på de finansiella marknaderna täcker således in hela perioden 2001–2009. Sjätte AP-fonden utvärderas delvis i ett ännu längre perspektiv.

Vid utvärdering av AP-fondernas operativa förvaltningsresultat jämförs portföljernas avkastning med avkastningen på de marknader där fonderna placerat medel. En marknadsvärdering av tillgångarna medför att resultatet kan variera kraftigt från år till år som ett resultat av temporära svängningar i marknadspriserna. Sett över en längre period tenderar sådana tillfälliga fluktuationer i resultatet att utjämnas.

Utvärderingsperioden bör därför sträcka sig över flera år. En alltför lång utvärderingsperiod kan dock försvaga kopplingen mellan prestation och utfall och medföra felaktiga incitament i förvaltningen, varför femåriga perioder har befunnits vara en lämplig avvägning.

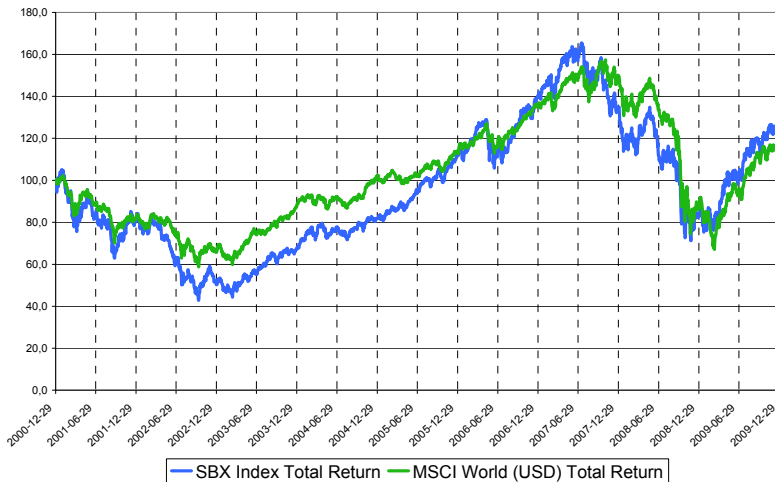
Skr. 2009/10:130

## 2.2 Utvecklingen på de finansiella marknaderna 2001–2009

Perioden 2001–2009 inleddes med den djupa nedgången efter IT-bubblan och avslutades med en lika långvarig nedgång till följd av bolåne- och finanskrisen. Prisutvecklingen på den svenska aktiemarknaden har under perioden varit negativ, men inklusive utdelningar blir totalavkastningen ändå positiv. På den svenska obligationsmarknaden har ränteläget varit generellt fallande, vilket har påverkat avkastningen positivt. Nominella och reala obligationer har gett en bättre långsiktig avkastning än aktier under perioden.

När IT-bubblan brast i mars 2000 ledde det till långvariga och djupgående effekter på den globala ekonomin. Under 2003 började den globala ekonomin att återhämta sig. Utvecklingen på aktiemarknaderna under 2001 och 2002 var mycket svag men 2003 påbörjade börsen en kraftig uppgång som kom att vara t.o.m. 2006.

Figur 2.1 Utvecklingen på aktiemarknaderna 2001–2009 (2000-12-31=100)



Källa: Bloomberg.

Bolånekrisen i USA började växa fram i slutet av 2006. När det första bolåneinstitutet gick omkull under inledningen av 2007 började utvecklingen på världens börser att halta. När finanskrisen slutligen slog igenom på allvar i samband med att Lehman Brothers ansökte om konkursskydd i september 2008 var kraftiga börsfall världen över ett faktum. Under 2008 föll världens börser med cirka 40 procent, vilket delvis återhämtades under 2009.

**Tabell 2.1 Totalavkastning i olika tillgångsslag 2001–2009 (procent per år)**

Skr. 2009/10:130

	2009	2001–2009
Svenska aktier (OMX)	50,7	2,4
Utländska aktier (MSCI World i USD)	33,6	1,7
Utländska aktier (MSCI World i SEK)	19,2	-1,4
Obligationsindex (OMRX)	-0,5	4,6
Reala obligationer (RXRE)	3,4	6,6
Risikfri ränta	0,5	3,0

Not. Riskfri ränta är ett vägt genomsnitt av statsskuldsväxlar med 3, 6 och 12 månaders löptid.

Källa: Bloomberg, Ecowin, Riksbanken.

Under perioden 2001–2009 har den svenska börsen haft en avkastning på i genomsnitt 2,4 procent per år, vilket ur ett historiskt perspektiv får betraktas som lågt. Utländska aktier har under motsvarande period haft en avkastning på i genomsnitt 1,7 procent per år (mätt i amerikanska dollar). Genom dollarkursens tillbakagång har avkastningen på utländska aktier under perioden varit -1,4 procent per år mätt i svenska kronor. Avkastningen på nominella obligationer och realränteobligationer har under samma period varit 4,6 respektive 6,6 procent per år.

**Figur 2.2 Tioårig obligationsränta i Sverige 2001–2009 (procent)**

Källa: Reuters EcoWin

Som framgår av figur 2.3 har kronan under perioden 2001–2009 varit relativt stabil mot euron, men försvagades i samband med den finansiella krisen under 2008 och 2009. Mot dollarn har kronan trendmässigt förstärkts under perioden, även om kronan försvagades också mot dollarn under 2008 och 2009.





### Aktiemarknaden 2009

Aktiemarknaderna världen över kännetecknades av fortsatt hög osäkerhet och volatila börskurser under inledningen av 2009. Konjunktur-nedgången påverkade värderingen av bolag till en nivå långt under ett historiskt genomsnitt. Liksom i omvärlden var osäkerheten på den svenska aktiemarknaden stor.

Under mars 2009 vände börserna upp. Statliga stimulanspaket, stigande framåtblickande indikatorer och överraskande bra bolagsrapporter fick investerarna att göra bedömningen att fallet i konjunkturer hade bromsat upp. Därmed ökade viljan att placera i riskfyllda tillgångar och börskurserna steg. Under hösten 2009 fortsatte börserna att stiga. Utvecklingen drevs dels av centralbankernas signaler om fortsatt låga räntor, dels av statistik som fortsatte indikera att konjunkturer skulle bli bättre, dels av ett ökat förtroende för utvecklingen på de finansiella marknaderna. Värderingen av bolag ökade under 2009 till följd av stigande börskurser samtidigt som bolagens vinstutveckling var svag till följd av lågkonjunkturer. Värderingen var dock fortfarande lägre än ett historiskt genomsnitt.

### Obligationsmarknaden 2009

Under våren 2009 steg räntorna på statsobligationer med långa löptider i USA, euroområdet och Sverige. Ränteuppgången skedde när investerarna åter börjat söka sig till mer riskfyllda placeringar. Förväntningar om att framtida emissioner av statsobligationer blir stora när statliga krisåtgärder ska finansieras bidrog också till högre räntor.

Hög efterfrågan på statsobligationer, bl.a. från centralbanker, innebar att räntorna sjönk tillbaka under hösten. Med styrräntor nära noll tog flera centralbanker beslut om att bedriva penningpolitik genom

okonventionella åtgärder. En åtgärd var att köpa olika typer av obligationer med syfte att underlätta kreditgivning och bidra till lägre räntenivåer. I slutet av 2009 vände obligationsräntorna åter upp. Ett positivt börsklimat och tilltagande efterfrågan på investeringar i riskfyllda tillgångar ledde till att investerare övergav obligationspositioner för att i stället investera på börsen.

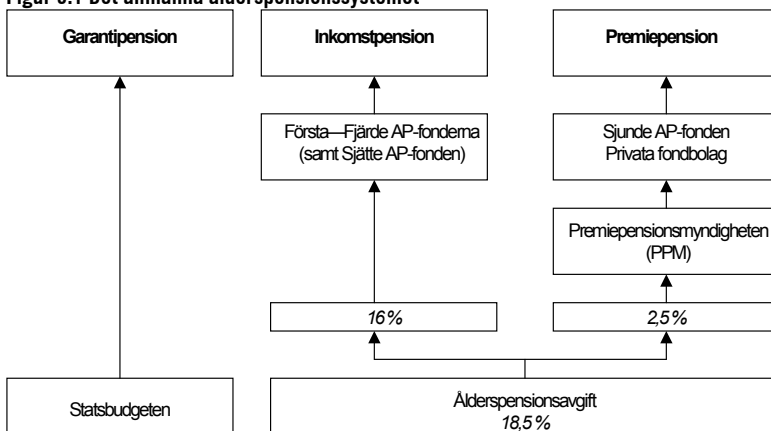
### 3 AP-fonderna och ålderspensionssystemet

#### 3.1 Det allmänna ålderspensionssystemet

Det reformerade allmänna ålderspensionssystemet trädde i kraft den 1 januari 1999. För att stärka pensionssystemet inför förväntade påfrestningar till följd av den demografiska utvecklingen bedömdes en reform av det tidigare förmånsbestämda systemet, som omfattade ATP och folkpension, vara nödvändig. Det äldre pensionssystemet kommer att fasas ut fram till 2018 och under denna tid successivt ersättas av det nya avgiftsbestämda systemet.

Genom att det nya och det äldre systemet verkar parallellt under en övergångsperiod innefattar pensionssystemet utbetalningar enligt både nya och gamla regler. I pensionssystemet finns garantipension, inkomstpension och premiepension enligt de nya reglerna. Under övergångsperioden benämns den pension som intjänats enligt gamla regler tilläggspension.

Figur 3.1 Det allmänna ålderspensionssystemet



Avgiften till den allmänna ålderspensionen är fast och uppgår till 18,5 procent av pensionsgrundande inkomster (jämte vissa tillkommande ersättningar och belopp). Den förmån som så småningom betalas ut från det avgiftsbestämda systemet beror dels på storleken av inbetalade avgifter under den förvärvsaktiva tiden, dels på årlig uppräknings av dessa belopp, som baseras på olika principer i inkomstpensionssystemet respektive premiepensionssystemet. Avgifterna är i sin tur relaterade till individens inkomst, upp till ett så kallat intjänandetak (381 750 kronor

2009). Avgiften tillsammans med den ekonomiska utvecklingen, särskilt inkomstutvecklingen respektive premiepensionsmedlens avkastning, blir avgörande för den inkomstgrundade ålderspensionens storlek, dvs. inkomstpension, premiepension och tilläggspension. Det innebär att det råder en överensstämmelse mellan inbetalning av pensionsavgifter och intjänad pensionsrätt och att den intjänande pensionsrätten i sin helhet finansieras utanför statsbudgeten.

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

Resterande 2,5 procent av pensionsunderlaget förs till premiepensionssystemet där det förvaltas i fonder enligt individens önskemål. För individer som inte uttryckt några andra önskemål förs motsvarande premiepensionsmedel till Sjunde AP-fondens Premiesparfond<sup>1</sup>. Premiepensionssystemet är fullständigt fonderat, vilket innebär att det inte finns några tillgångar utöver det fonderade kapitalet, vars tillväxt över tid beror på kapitalmarknadens avkastning.

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

### 3.1.1 Närmare om inkomstpensionssystemet

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

Inkomstpensionssystemets tillgångar består av den s.k. avgiftstillgången och av buffertfondernas förmögenhet. Avgiftstillgången kan under vissa förutsättningar beskrivas som nuvärdet av alla framtida avgiftsinbetalningar, givet de förhållanden som råder vid värderingstidpunkten. Närmare bestämt beräknas avgiftstillgången som den årliga avgiftsinbetalningen multiplicerad med systemets s.k. omsättningstid, som anger den genomsnittliga tidrymden från intjänandet av pensionsrätter till dess att de utbetalas. Denna omsättningstid är för närvarande knappt 32 år, varav 21 år avser intjänandetid och 11 år avser utbetalningstid. Med kännedom om omsättningstiden kan det årliga avgiftsflödet enkelt omvandlas till ett kapitalbelopp som benämns avgiftstillgången.

<sup>1</sup> Detta gäller t.o.m. april 2010. I maj 2010 genomförs förändringar i premiepensionssystemet vilka bl.a. innebär att Premiesparfonden läggs ner och ersätts av en fond med generationsprofil, till vilken motsvarande premiepensionsmedel därefter förs.

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

Det fonderade kapitalet utgör en mindre del av pensionssystemets tillgångar och fungerar främst som ett buffertkapital. Första–Fjärde AP-fonderna mottar pensionsavgifter och finansierar utbetalning av pension och utjämnar på så sätt svängningar i dessa. Under 2009 översteg för första gången sedan pensionsreformen pensionsutbetalningarna inbetalningarna av pensionsavgifter, varför en del av avkastningen på det fonderade kapitalet togs i anspråk för att täcka ett löpande underskott.

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

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

Kvarvarande risker för varaktiga underskott i systemet elimineras av den automatiska balanseringen som säkerställer pensionssystemets finansiella stabilitet även under svåra demografiska påfrestningar. Denna innebär i korthet att uppräkningsmetoden av pensionsrätter och pensioner reduceras i förhållande till genomsnittsinkomsten när pensionsskulden överstiger systemets tillgångar. Den automatiska balanseringen aktiveras om det s.k. balanstalet – kvoten mellan systemets tillgångar och skulder – understiger ett, dvs. om tillgångarna inte räcker för att finansiera skulderna fullt ut. Under 2009 beslutade riksdagen om en ändring i beräkningen av balanstalet i syfte att utjämna variationen i buffertkapitalet, och därigenom uppräkningsmetoden av pensioner och pensionsrätter, mellan enskilda år (prop. 2008/09:219). Förändringen innebär att buffertkapitalet beräknas som ett genomsnitt av de tre senaste åren, i stället för som tidigare utgående från fondkapitalet föregående år.

Det har ännu inte beslutats vad som ska gälla om det uppstår betydande överskott, som skulle möjliggöra utdelning till de försäkrade. Förslag till regler har lämnats i betänkandet *Fördelning av överskott i ålderspensionssystemet* (SOU 2004:105). Utredningen föreslog utdelning när

balanstalet överstiger 1,10. Betänkandet har remissbehandlats (dnr Skr. 2009/10:130 S2004:7851).

## 3.2 Ålderspensionssystemet 2009

### 3.2.1 Inkomstpensionssystemet

Pensionssystemets tillgångar, skulder och resultat redovisas i pensionssystemets årsredovisning som upprättas av Pensionsmyndigheten. Uppgifterna i det följande har hämtats från Pensionssystemets årsredovisning 2009.

Inkomstpensionssystemets redovisade resultat 2009 uppgick till -79 miljarder kronor, vilket innebär att det nu finns ett ackumulerat underskott på 323 miljarder kronor (tabell 3.1). Det negativa resultatet beror på förändringar av både tillgångar och skulder. Ökningen i buffertfonderna på 120 miljarder kronor kunde inte fullt ut kompensera för den sammantagna effekten av att avgiftstillgången minskade med 115 miljarder kronor och att pensionsskulden ökade med 84 miljarder kronor.

**Tabell 3.1 Inkomstpensionssystemet 2005–2009 (mdkr)**

	2009	2008	2007	2006	2005
Buffertfonderna	827	707	898	858	796
Avgiftstillgång	6 362	6 477	6 116	5 945	5 721
Summa tillgångar	7 189	7 184	7 014	6 803	6 490
Pensionsskuld	7 512	7 428	6 996	6 703	6 461
Över-/Underskott	-323	-243	18	100	28
Balanstal (kvot)	0,9549	0,9826	1,00226	1,0149	1,0044

Not. Från 2008 beräknas balanstalet enligt de nya reglerna, vilket innebär att fondkapitalet i buffertfonderna definieras som medelvärdet av fondkapitalet de tre senaste åren. Enligt den tidigare beräkningen hade balanstalet 2008 uppgått till 0,9672 och 2009 till 0,9570.

Källa: Pensionssystemets årsredovisning 2009.

Inkomstpensionssystemets tillgångar består av avgiftstillgången som motsvarar värdet av systemets anspråk på 16,0 procent av alla framtida arbetsinkomster och pensionsgrundande transfereringar samt buffertfondernas kapital. Under 2009 ökade tillgångarna med 5 miljarder kronor, eller med 0,1 procent, varav avgiftstillgången och buffertfonderna svarade för -115 respektive 120 miljarder kronor. Den minskade avgiftstillgången, i sin tur, förklaras nästan uteslutande av lägre avgiftsinkomster och sjunkande inflation 2009. Avgiftstillgången påverkades endast marginellt av en minskad omsättningstid. För buffertfondernas utveckling, se avsnitt 3.4.

Pensionsskulden ökade med 84 miljarder kronor 2009, eller med 1,1 procent, varav uppräkningsindex med genomsnittsinkomsten (inkomstindex) svarade för 64 miljarder kronor. Därutöver ökade skulden med 23 miljarder kronor till följd av något ökad medellivslängd (40 dagar). Skulden minskade å andra sidan med fyra miljarder kronor till följd av att pensionsutbetalningarna under året översteg nyintjänade pensionsrätter och ATP-poäng, inklusive vissa justeringar.

Inkomstpensionssystemets underskott 2009 innebär att balanstalet har beräknats till 0,9549, enligt den nya metod för beräkning av balanstalet som fastställdes 2009.

### 3.2.2 Premiepensionssystemet

Vid utgången av 2009 omfattade premiepensionssystemet 6,2 miljoner premiepensionssparare med ett samlat fondinnehav om 341 miljarder kronor. Värdet av pensionsspararnas fondinnehav ökade under året med 110 miljarder kronor, beroende på att fondkapitalet ökade med 81 miljarder kronor och på ett inflöde av nya pensionsrätter på 30 miljarder kronor, vilket något motverkades av pensionsutbetalningar på en miljard kronor. Den genomsnittliga avkastningen på fondplaceringarna uppgick till 34,7 procent. Sedan fondförvaltningen startade 2000 har den genomsnittliga avkastningen uppgått till -3,5 procent per år. Vid utgången av 2009 hade 98 procent av pensionsspararna haft en positiv värdeutveckling på sina premiepensions-konton under perioden sedan sitt inträde i systemet, att jämföra med 28 procent föregående år.

Vid utgången av 2009 deltog 88 fondförvaltare med tillsammans 777 fonder i premiepensionssystemet. Andelen pensionssparare som aktivt valt fond har sedan 2004 legat runt 57 procent. Före dess minskade årligen andelen, från drygt 66 procent 2000. För femte året i följd ökade emellertid de aktiva fondväljarnas andel av kapitalet (detta år till 73,6 procent av kapitalet), vilket beror på att de aktivas pensionsrätter i genomsnitt är högre och att de som byter från Premiesparfonden till en egen vald portfölj har högre behållning på pensionskontot jämfört med dem som väljer att ligga kvar i Premiesparfonden. Pensionsspararnas aktivitet har fortsatt att öka, under 2009 ökade bl.a. antalet genomförda fondbyten med 41 procent till 4,5 miljoner fondbyten. Dessa fondbyten har utförts av något fler än 890 000 pensionssparare, vilket motsvarar 15 procent. En stor del av ökningen i antalet fondbyten de senare åren kan tillskrivas de förvaltningsföretag som under senare år har genomfört fondbyten åt sina kunder.

**Tabell 3.2 Fondplaceringar inom premiepensionssystemet 2005–2009 (mdkr)**

	2009	2008	2007	2006	2005
Aktiefonder	179,0	105,2	162,8	141,1	99,2
Blandfonder	11,7	9,7	9,9	9,3	7,2
Generationsfonder	38,5	28,9	35,3	30,6	23,0
Räntefonder	21,3	24,2	12,9	7,5	4,9
Premiesparfonden	89,7	62,6	87,4	78,9	58,1
<b>Totalt</b>	<b>340,2</b>	<b>230,6</b>	<b>308,3</b>	<b>267,4</b>	<b>192,4</b>

Källa: PPM.

Avgiftsuttaget från pensionsspararna till Premiepensionsmyndigheten (PPM) uppgick till 451 miljoner kronor under 2009, vilket motsvarade 0,19 procent av pensionsspararnas fondinnehav. Fondbolagens förvaltningsavgifter uppgick till 2,2 miljarder kronor. Av dessa kommer 1,4 miljarder kronor att återföras till pensionsspararna i form av rabatter under 2010. Detta motsvarade en sänkning av förvaltningsavgiften från

0,82 procent före rabatt till 0,31 procent efter rabatt. Premiépensions-spararnas samlade avgifter till PPM och fondförvaltarna detta år kan därmed uppskattas till 0,50 procent av förvaltad kapital.

Vid sidan av fondförsäkring bedriver PPM traditionell livförsäkrings-rörelse med ett samlat kapital om 2,2 miljarder kronor för pensionärer som valt att omvandla fondförsäkringen till en livförsäkring med fasta belopp (s.k. annuitet).

### 3.3 AP-fondernas uppbyggnad

#### 3.3.1 Historik

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

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

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

Pensionsreformen innebar en belastning på statsbudgeten genom det övertagna åtagandet för garantipension samtidigt som staten enligt nya regler ålades att betala avgifter för pensionsgrundande ersättningar från social- och arbetslöshetsförsäkringarna samt för pensionsgrundande belopp i form av förtidspension, barnår, studier eller pliktjänst. Det ansågs därför motiverat att kompensera statsbudgeten genom att överföra kapital från buffertfonderna till Riksgäldskontoret, motsvarande en engångsöverföring om 300–350 miljarder kronor per den 1 januari 1999. Riksdagen har hittills beslutat om överföringar från AP-fonderna till statsbudgeten motsvarande sammanlagt 258 miljarder kronor per detta datum (prop. 1999/2000:46 s. 62). Frågan om överföringarnas slutliga storlek hänsköts till en kontrollstation 2004. Partierna bakom pensionsöverenskommelsen har därefter enats om att ett definitivt ställningstagande om återstående överföringar ska samordnas med beslut om fördelning av överskott i pensionssystemet.

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

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

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

#### *Första–Fjärde AP-fonderna*

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

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

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

Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna ska utforma en strategisk placeringsinriktning efter en analys av pensionssystemets åtagande. En central punkt i den strategi som styrelsen beslutar om är valet av

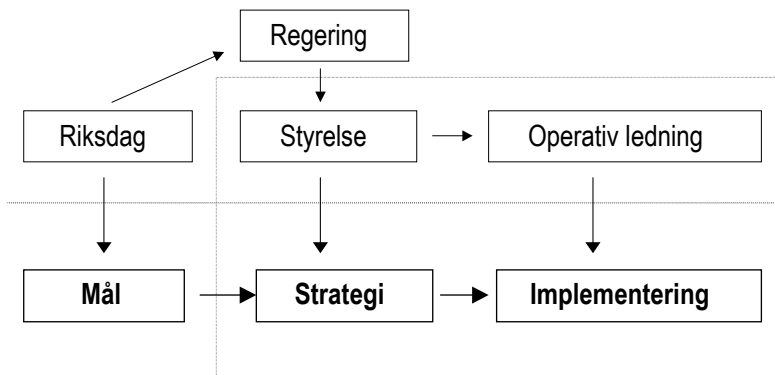


referensportfölj (eller normalportfölj). För att fastställa vilken referensportfölj som ska användas utnyttjas s.k. ALM-analyser (tillgångs- och skuldanalys), där sambandet mellan fondens åtagande och olika portföljstrukturer studeras.

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

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

Figur 3.2 Schematisk beskrivning av kompetensfördelningen inom AP-fonderna



Buffertfondernas tillgångar ingår i beräkningen av det s.k. balanstalet och har därmed direkt betydelse för den automatiska balanseringen och frågan om denna ska aktiveras eller inte. AP-fondernas tillgångar utgjorde vid utgången av 2009 11,5 procent, dvs. en förhållandevis liten andel, av pensionssystemets samlade tillgångar. Första–Fjärde AP-fondernas uppdrag kan beskrivas som att, så långt fondernas

inflytande sträcker sig, undvika att den automatiska balanseringen aktiveras, men inte i en snävt kortsiktig mening (prop. 1999/2000:46 s. 79). Ett alltför lågt kortsiktigt risktagande kan medföra att den långsiktiga avkastningen blir sämre och att sannolikheten därmed ökar för att balanseringsmekanismen ska aktiveras på längre sikt. Detta missgynnar yngre generationer som möter en ökad risk för att deras pensioner ska påverkas negativt, medan äldre generationer gynnas av att balansering inte behöver ske. Ett alltför högt risktagande kan å andra sidan leda till en kortsiktigt negativ utveckling som drabbar äldre generationer oproportionerligt. I denna komplicerade avvägning mellan olika generationers intressen bör AP-fonderna sträva efter neutralitet. Fondernas roll som buffert motiverar också ett krav på nödvändig betalningsberedskap.

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

Enligt det nu gällande uppdraget ska Första–Fjärde AP-fonderna förvalta blandade portföljer bestående av marknadsnoterade och omsättningsbara värdepapper samt aktier eller andra andelar som inom ett år avses bli upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES). Minst 30 procent av det marknadsvärderade kapitalet ska placeras i räntebärande instrument med låg risk.

Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna får inneha sådana aktier i svenska bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige till ett marknadsvärde som uppgår till högst två procent av det totala marknadsvärdet av sådana aktier. En fond får äga aktier i bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad, intill ett belopp som motsvarar högst tio procent av röstetalet för aktierna i bolaget. Maximalt fem procent av det marknadsvärderade fondkapitalet får placeras i aktier eller andra andelar i riskkapitalföretag som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES, alternativt fordringsrätter, som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES eller i fonder som huvudsakligen placeras i sådana instrument aktier eller andra andelar i företag som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES. Beträffande sådana riskkapitalbolag som nämnts ovan gäller en begränsning vid maximalt 30 procent av röstetalet. Första–Fjärde AP-fondernas aktieplaceringar i fastighetsbolag är undantagna från begränsningarna avseende marknadsvärde och röstetal. Dessa placeringar begränsas i stället av en generell princip om riskspridning. Högst 40 procent av Första–Fjärde AP-fondernas marknadsvärderade tillgångar får vara utsatta för valutarisk. Minst 10 procent av fondkapitalet ska förvaltas externt.

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

Skr. 2009/10:130

Typ av instrument m.m.	Tillåtna placeringar
Generellt	Alla förekommande instrument på kapitalmarknaden. Aktier och fordringsrätter ska vara upptagna till handel på en reglerad marknad eller motsvarande marknad utanför EES (fastighetsaktier undantagna).
Onoterade värdepapper	Högst fem procent av fondkapitalet får vara placerat i aktier eller andelar i riskkapitalföretag, alternativt fordringsrätter, som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller motsvarande marknad utanför EES. Onoterade aktier får endast ägas indirekt via fond eller riskkapitalbolag (fastighetsaktier undantagna).
Räntebärande instrument	Minst 30 procent av fondkapitalet ska vara placerat i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk.
Derivat	Främst i syfte att effektivisera förvaltningen eller minska risker. Ej derivat med råvaror som underliggande tillgång.
Krediter	Bankinlåning och utlåning på dagslånemarknaden. Direktlån till egna fastighetsbolag. Repor och värdepapperslån främst i syfte att effektivisera förvaltningen.
Upplåning	Kortfristig upplåning vid tillfälliga behov. Möjlighet till lån i Riksgäldskontoret vid fondtömning.
Utländsk valuta	Högst 40 procent av fondkapitalet får vara exponerat för valutarisk.
Stora exponeringar	Högst tio procent av fondkapitalet får vara exponerat mot en enskild emittent eller grupp av emittenter med inbördes anknötning.
Svenska aktier	Marknadsvärdet av en fonds innehav av aktier i svenska bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige får uppgå till högst två procent av värdet av sådana aktier.
Röstetal	Högst tio procent i ett noterat enskilt företag (egna fastighetsbolag undantagna). Högst 30 procent i onoterade riskkapitalbolag.
Externa förvaltningsuppdrag	Minst tio procent av fondkapitalet ska läggas ut för extern förvaltning.

Den 1 juli 1996 inrättades en sjätte fondstyrelse med uppgift att placera fondkapitalet på den inhemska riskkapitalmarknaden med inriktning mot små och medelstora företag. I samband med reformen 2000 bytte sjätte fondstyrelsen namn till Sjätte AP-fonden. Fonden motiveras på samma sätt som Första–Fjärde AP-fonderna av behovet att förvalta inkomstpensionens buffertkapital på ett effektivt sätt. Sjätte AP-fonden ingick däremot inte i pensionsöverenskommelsen och har därför arbetat med väsentligen oförändrade förutsättningar sedan 1996. De tidigare gällande reglerna avseende sjätte fondstyrelsen har överförts i princip oförändrade till lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Dessa regler innebär bl.a. obegränsade möjligheter att investera i onoterade företag och noterade riskkapitalbolag. Sjätte AP-fonden får äga maximalt 30 procent av röstetalet i svenska eller utländska bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES. Det finns däremot ingen begränsning av Sjätte AP-fondens innehav när det gäller övriga svenska bolag eller riskkapitalbolag som i sin tur investerar i aktier som inte har tagits upp till handel på en reglerad marknad eller motsvarande (onoterade aktier). Sjätte AP-fondens tidigare ensidiga inriktning mot svenska bolag har brutits genom att fonden getts rätten att placera en mindre andel av fondkapitalet utomlands. Detta kommer till uttryck genom att Sjätte AP-fonden får utsätta högst tio procent av fondkapitalet för valutarisk (prop. 2006/07:100 s. 188 f.).

### 3.3.3 Sjunde AP-fondens roll i premiepensionssystemet

Medan övriga AP-fonder fullgör en buffertfunktion inom fördelningssystemet, och därtill förväntas bidra till inkomstpensionens långsiktiga finansiering, är Sjunde AP-fonden en del av det fullt fonderade premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden, den tidigare sjunde fondstyrelsen, inrättades ursprungligen 1998 och inledde verksamhet under hösten 2000 när val av fonder för första gången ägde rum inom premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden var vid utgången av 2009 en av systemets 88 fondförvaltare.

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

Som framgått ska den totala risknivån i Premiesparfonden vara låg, varvid risk och avkastning ska tolkas i termer av utgående pensioner. Eftersom medlen i Premiesparfonden och Premievals-fonden förvaltas för individuella pensionssparares räkning, bärs risken av samma individer som erhåller den motsvarande avkastningen. Avvägningen mellan förväntad avkastning och risk kan därmed överlåtas till individen genom

val av fond. När det gäller ickeväljarna, vars premiepensionsmedel förs till Premiesparfonden, måste Sjunde AP-fonden genomföra avvägningen mellan förväntad avkastning och risk i deras ställe.

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

Riksdagen har under 2009 fattat beslut om vissa förändringar i premiepensionssystemet, bl.a. att Premiesparfonden ska ersättas med ett placeringsalternativ med generationsprofil, att placeringsalternativ med olika riskprofil ska tillhandahållas av Sjunde AP-fonden och att Premievals-fonden ska läggas ned (prop. 2009/10:44). De nya reglerna för Sjunde AP-fonden trädde i kraft i maj 2010.

### 3.4 Buffertfondernas samlade resultat

#### *Fondkapital och avkastning*

Första–Fjärde AP-fonderna har nu bedrivit verksamhet med de nya placeringsreglerna som grund under sammanlagt nio år. Den samlade buffertfonden omfattar Första–Fjärde AP-fonderna och Sjätte AP-fonden. Buffertfonderna har tidigare även omfattat två s.k. avvecklingsfonder som har förvaltats onoterade värdepapper som inte fördelades mellan Första–Fjärde AP-fonderna i samband med pensionsreformen. Båda avvecklingsfonderna har upphört. Första AP-fondens avvecklingsfond och Fjärde AP-fondens särskilda förvaltning slutförde sitt uppdrag under 2007 respektive 2009.

Det samlade fondkapitalet i buffertfonderna ökade med 120,0 miljarder kronor under 2009 till följd av ett marknadsvärderat resultat på 135,6 miljarder kronor och ett negativt nettoflöde av pensionsavgifter som uppgick till 15,6 miljarder kronor (tabell 3.4). Underskottet av pensionsavgifter i förhållande till pensionsbetalningar var 14,7 miljarder kronor och kostnaderna för ålderspensionssystemets administration uppgick till 0,9 miljarder kronor.

**Tabell 3.4 Det summerade fondkapitalets utveckling 1960–2009 (mdkr)**

	2009	2008	2000	1990	1980	1970	1960
Resultat	135,6	-194,7	28,1	54,1	10,4	2,0	0,0
Pensionsavgifter	202,7	203,1	144,3	77,7	22,2	6,1	0,5
Pensioner	-217,4	-199,2	-138,8	-77,4	-19,0	-1,2	
Överfört till statsbudgeten			-45,0				
Administration	-0,9	-0,6	-1,1	-0,5	-0,2	-0,1	
Tillfört kapital, netto	-15,6	3,3	-40,6	0,9	3,0	4,8	0,5
Summa fondkapital	827,1	707,1	733,9	407,6	146,7	35,9	0,5

Källa: Pensionssystemets årsredovisning 2009.

Med ledning av detaljerade uppgifter om pensionsavgifter och pensionsbetalningar, inklusive tidpunkterna för dessa betalningsflöden, är det möjligt att beräkna buffertkapitalets samlade avkastning i form av en kapitalvägd avkastning (internränta). Mätt på detta sätt uppgick totalavkastningen 2009 till 19,3 procent (tabell 3.5). Samtidigt uppgick inflationen under loppet av året till 0,9 procent, mätt med konsumentprisindex, varför buffertfondernas samlade reala avkastning blev 18,2 procent. Den genomsnittliga avkastningen uppgick till 4,8 procent per år under den senaste femårsperioden, vilket överstiger inflationen under samma tid med i genomsnitt 3,2 procentenheter per år.

**Tabell 3.5 Resultatsammanställning för summan av buffertfonder**

	2009	2008	2007	2006	2005	2005– 2009
Nettoflöde (mdkr)	15,6	3,3	4,0	6,3	9,2	
Utgående fondkapital (mdkr)	827,1	707,1	898,5	857,9	769,2	
Avkastning (procent per år)*	19,3	-21,6	4,2	10,7	17,4	4,8
Real avkastning (procent per år)	18,2	-22,2	0,7	9,0	16,4	3,2

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

Källa: Pensionssystemets årsredovisning 2009.

### *Kostnader*

Kostnaderna för buffertfondernas förvaltning har stigit sedan reformen 2001, vilket har samband med uppdelningen av fondkapitalet i fyra lika stora fonder (exklusive Sjätte AP-fonden som inte berördes av reformen) och fondernas förändrade placeringsinriktning. Genom reformen gavs var och en av Första–Fjärde AP-fonderna ett generellt uppdrag att sätta samman och förvalta diversifierade globala portföljer av finansiella instrument samt fastigheter och ett visst inslag av andra s.k. alternativa investeringar. De förutvarande första–tredje samt fjärde och femte fondstyrelserna hade i stället specialiserade uppdrag att förvalta huvudsakligen inhemska räntebärande instrument och fastigheter, respektive aktier.

I det reformerade pensionssystemet reducerar administrationskostnaderna utestående pensionsbehållningar, dock inte pensioner som har börjat utbetalas. Genom en förändring av Första–Fjärde AP-fondernas redovisningsprinciper 2005 minskade den andel av fondernas kostnader som belastar de försäkrades pensionsbehållningar (tabell 3.6). Sjätte AP-fonden genomförde motsvarande förändring 2008. De förändrade redovisningsprinciperna innebär även att kostnaderna för Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning inte är jämförbara före och efter 2005 och inte heller jämförbara med de kostnader som Sjätte AP-fonden redovisade före 2008.

**Tabell 3.6 Buffertfondernas administrationskostnader enligt pensionssystemets årsredovisning (mnkr)** Skr. 2009/10:130

	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Första AP-fonden	191	180	164	153	145	244	190
Andra AP-fonden	150	159	133	129	123	330	234
Tredje AP-fonden	147	137	137	125	127	314	235
Fjärde AP-fonden	174	157	139	133	133	246	216
Sjätte AP-fonden	146	144	397	331	326	340	340
Avvecklingsfonderna	-	1	1	9	4	14	19
Totalt	808	778	971	880	858	1 488	1 234
Andel av fondkapital						0,24 %	0,23 %

Källa: Pensionssystemets årsredovisning 2009.

Första–Fjärde AP-fondernas förändrade redovisningsprinciper innebär att endast interna kostnader redovisas som rörelsekostnader fr.o.m. 2005. Externa förvaltningskostnader och depåkostnader benämns provisionskostnader och redovisas som en negativ post bland rörelsens intäkter. Dessutom görs sedan 2004 en uppdelning av dessa provisionskostnader i fasta avgifter respektive resultatberoende avgifter, varav endast de fasta avgifterna redovisas som en provisionskostnad. Resultatberoende avgifter utbetalas under förutsättning att förvaltningen överträffat uppställda mål och nettoredovisas i resultatet.

Under 2005 genomfördes dessutom en förändring av Första–Fjärde AP-fondernas redovisningsprinciper när det gäller avgifter till riskkapitalföretag eller fonder som huvudsakligen placeras i onoterade aktier (riskkapitalfonder). Förändringen innebär att sådana avgifter bokfördes som en fordran i balansräkningen och inte som en kostnad, under förutsättning att avtalen med dessa fonder innehåller en klausul som föreskriver att återbetalning av inbetalda förvaltningsavgifter ska föregå eventuell vinstdelning. Från och med 2008 redovisas dessa avgifter i stället som en del av tillgångens anskaffningsvärde. Detta förutsätter att vinstdelning kan bedömas vara sannolik i varje enskilt fall. Från och med 2008 redovisar även Sjätte AP-fonden förvaltningskostnader för onoterade innehav på detta sätt.

**Tabell 3.7 Buffertfondernas interna och externa förvaltningskostnader (mnkr)**

	2009			2008		
	Interna	Externa	Totalt	Interna	Externa	Totalt
Första AP-fonden	191	112	303	180	139	319
Andra AP-fonden	150	182	332	159	171	330
Tredje AP-fonden	147	170	317	137	147	280
Fjärde AP-fonden	174	25	199	157	44	201
Sjätte AP-fonden	130	16	146	127	17	144
Avvecklingsfonderna	-	-	-	1	1	2
Summa	792	505	1 297	761	515	1 276
Andel av fondkapital			0,17 %			0,16 %

Not. I tabell 3.6 (Pensionssystemets årsredovisning) redovisas Sjätte AP-fondens totala kostnad som intern.

Källa: AP-fondernas årsredovisningar.

Som framgår av tabell 3.7 har förvaltningskostnaderna ökat något under 2009, med motsvarande 1,6 procent. Som andel av genomsnittligt

fondkapital har kostnaderna ökat från 0,16 till 0,17 procent. I pensions-systemets årsredovisning 2009 redovisas buffertfondernas samlade förvaltningskostnader, inklusive resultatberoende avgifter och transaktionskostnader (tabell 3.8). Redovisning av kostnader på detta sätt är emellertid mindre vanligt förekommande, vilket försvårar jämförelser med andra kapitalförvaltande institutioner. De samlade kostnaderna som andel av fondkapitalet förklaras till stor del av fondkapitalets utveckling. Förvaltningskostnaderna minskade under 2009 med motsvarande 323 miljoner kronor till följd av minskade resultatberoende avgifter (sämre förvaltningsresultat) och sänkta transaktionskostnader.

**Tabell 3.8 Buffertfondernas samlade förvaltningskostnader (procent)**

	2009	2008	2007	2006	2005
Andel av fondkapital	0,22	0,25	0,23	0,22	0,24

Källa: Pensionssystemets årsredovisning 2009.

## 4 AP-fondernas redovisade resultat

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

En slutsats av sammanställningen är att jämförbarheten kan förbättras med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper som verktyg och att genomlysningen av AP-fondernas verksamhet kan utvecklas ytterligare. Detta gäller Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna, eftersom Sjunde AP-fonden ska jämföras med övriga fonder i premiepensions-systemet.

Med motiveringen att AP-fondernas redovisningsregler kan behöva anpassas över tiden framgår det inte av lagen vilka redovisningsprinciper som bör gälla för fonderna. I förarbetena till lagen anges att det i första hand bör ankomma på fonderna att, med hänsyn till lämpliga redovisningsregler för jämförbara finansiella företag, utveckla och etablera en gemensam praxis inom ramen för god redovisningssed. Denna praxis bör ge en rättvisande bild så att fondernas årsredovisningar ger en god genomlysning av verksamheten (prop. 1999/2000:46 s. 133). Utvecklingen inom den internationella standarden för finansiell rapportering (IFRS) går i riktning mot ökade krav på öppenhet, t.ex. genom känslighetsanalyser avseende värdering och beskrivning av redovisningsprinciper. Enligt fondernas revisorer är det regelverk som etablerats för finansiella bolag (IFRS) mer transparent än det regelverk som Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna har etablerat. Revisorerna noterar också att Första–Fjärde AP-fonderna planerar att utvärdera en övergång till IFRS under 2010. I enlighet med lagens förarbeten bör AP-fonderna utveckla sina redovisningsprinciper i linje med kraven för finansiella företag, där det bör vara av särskild vikt för fonderna att beakta behovet av öppenhet.

Det finns en skillnad mellan fonderna när det gäller värderingen av onoterade innehav per den 31 december 2009. Den gängse värderingsprincipen innebär generellt att en fullständig värdering av riskkapital-



fondernas innehav inte är tillgänglig i tid för att AP-fonderna ska hinna ta med den i årsredovisningen. Denna problematik har AP-fonderna löst på olika sätt, bl.a. till följd av att de haft olika tillgång till aktuell information. Första–Fjärde AP-fonderna baserar värderingen vid utgången av 2009 på uppgifter från tredje kvartalet. Sjunde AP-fonden använder också senast tillgänglig information men justerar därefter värdet, dagligen, med utvecklingen av ett index (Eurostoxx 50). Sjätte AP-fonden däremot baserar sin värdering på uppgifter per den 31 december 2009. I det fall uppdaterad värdering saknas från fonder som investerar i onoterade företag har Sjätte AP-fonden justerat värdet för att återspegla fjärde kvartalets utveckling. Mot bakgrund av att både lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden är mindre tydliga på detta område ökar behovet av samordning mellan fonderna. Främst Första–Fjärde AP-fonderna bör därför, i samråd med revisorerna, fortsätta arbetet med de gemensamma redovisningsprinciperna så att utestående frågor om årsredovisningarnas innehåll kan lösas på ett tillfredsställande sätt.

Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna redovisar förvaltningsavgifter för onoterade innehav, där återbetalning sker före vinstdelning och bedöms sannolik, som en del av anskaffningskostnaden. Detta avser vanligen förvaltningsavgifter till riskkapitalfonder.

#### 4.1 Första–Fjärde AP-fonderna

Första–Fjärde AP-fonderna har identiska uppdrag att förvalta diversifierade portföljer bestående av marknadsnoterade aktier och räntebärande instrument som är utgivna för allmän omsättning, inhemska såväl som utländska. Därtill har fonderna vissa möjligheter att investera i onoterade fastighetsaktier samt i riskkapitalbolag och fonder som i sin tur investerar i onoterade aktier. Styrelsen för respektive AP-fond ska fastställa närmare mål och riktlinjer för verksamheten med utgångspunkt i fondernas övergripande uppdrag att vara till nytta för pensionssystemet. (Se avsnitt 3.3.2 för en beskrivning av uppdrag och placeringsregler.)

Under 2009 översteg för första gången utbetalningarna av pensioner inbetalningarna av pensionsavgifter, vilket medförde ett nettoutflöde från Första–Fjärde AP-fonderna på sammanlagt 15 624 miljoner kronor.

Fondernas avkastning 2009 var i genomsnitt 19,4 procent, vilket innebär att en stor del av fondernas förluster 2008 återhämtades. Detta är framför allt en effekt av att svenska och utländska aktier uppvisade en kraftigt positiv avkastning under 2009 (se avsnitt 2.2). Den svenska räntemarknaden hade under året en marginellt negativ avkastning (-0,5 procent), medan utländska räntebärande värdepapper, mätt som amerikanska statsobligationer (inkl. valutaeffekt) hade en mer betydande negativ avkastning (-10,8 procent). Fondernas avkastning på räntebärande tillgångar var dock bättre, till följd av att fonderna under finanskrisen beslutade att behålla obligationer med kreditrisk (s.k. kreditobligationer) vilka återhämtat sig under 2009. Avkastningen på alternativa tillgångar, framför allt riskkapitalfonder, har haft en eftersläpning i förhållande till utvecklingen av aktier under 2008 och

#### 4.1.1 Första AP-fondens resultat

Första AP-fondens resultat 2009 uppgick till 34 578 miljoner kronor (-48 047 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 20,2 procent (-21,9 procent föregående år). Under året överfördes 3 906 miljoner kronor till pensionssystemet (föregående år mottog fonden ett nettoinflöde från Försäkringskassan och avvecklingsfonden på totalt 883 miljoner kronor). Fondkapitalet ökade under året till 202 299 miljoner kronor (171 627 miljoner kronor föregående år).

Tabell 4.1 Första AP-fondens fondkapital (mnkr)

	2009	2008
Ingående fondkapital	171 627	218 791
Årets resultat	34 578	-48 047
Överföringar	-3 906	883
Utgående fondkapital	202 299	171 627

Not. Överföringar innehåller nettobetalingar mot pensionssystemet och för 2008 även överföringar från avvecklingsfonderna.

Första AP-fondens långsiktiga mål är en genomsnittlig avkastning efter kostnader på 5,5 procent per år, mätt över en rullande femårsperiod. Under den senaste femårsperioden 2005–2009 uppgick avkastningen till 4,8 procent per år efter kostnader, vilket innebär att fonden inte nådde sitt mål. I samband med att fonden 2009 införde en ny investeringsmodell avskaffades ett separat mål för den aktiva förvaltningen. För investeringar i riskkapitalfonder har fonden som mål en långsiktig avkastning på MSCI World Index plus fyra procentenheter, efter kostnader. I februari 2009 beslutade fonden om en ny investeringsmodell som fokuserar på de överordnade strategiska besluten om investeringar i olika tillgångsslag och marknader. Bakomliggande motiv är erfarenheten att de strategiska besluten är den viktigaste förklaringen till avkastning. Den nya modellen uppges vara långsiktigt inriktad men även flexibel och föränderlig, i syfte att möta svängningarna på de finansiella marknaderna. Fondens långsiktiga mål på 5,5 procent avkastning per år har fastställts med utgångspunkt i att den automatiska balanseringen i pensionssystemet ska aktiveras vid så få tillfällen som möjligt.

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick under 2009 till 303 miljoner kronor (319 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,16 procent av genomsnittligt fondkapital under året (föregående år 0,16 procent). Till detta kommer utgifter på sammanlagt 67 miljoner kronor (136 miljoner kronor) som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som en kostnad. Av dessa utgör 19 miljoner kronor (85 miljoner kronor föregående år) prestationsbaserade avgifter för extern förvaltning, vilka endast utbetalas under förutsättning att den externa förvaltaren uppnår en avkastning som överstiger en viss överenskommen nivå. Under 2009

utbetalades 1,3 miljoner kronor i rörlig ersättning till anställda (exklusive vd och ledningsgrupp). Skr. 2009/10:130

Första AP-fonden beslutade i början av 2009 att införa en ny förvaltningsmodell. Förändringarna kommer enligt fonden att leda till minskade förvaltnings- och transaktionskostnader med drygt 100 miljoner kronor per år. Därtill anges att kostnaderna för fondens informationssystem kommer att reduceras med 40 procent. Effekterna, som till viss del har slagit igenom under året, uppstår framför allt fr.o.m. 2010.

Tillsammans med Andra-Fjärde AP-fonderna pågår också ett arbete för att utvärdera möjligheterna till kostnadsbesparingar genom ytterligare samarbeten inom administrativa funktioner. Första AP-fondens bedömning är dock att den potential som finns är begränsad i jämförelse med de besparingar som redan har initierats inom t.ex. samarbetet runt etik- och miljöfrågor i Etikrådet, juridik- och skattefrågor, redovisnings- och värderingsfrågor samt gemensam röstningsplattform.

**Tabell 4.2 Första AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)**

	2009	2008	2005–2009
Svenska aktier	50,3	-40,0	7,8
Utländska aktier	24,1	-39,9	0,2
Aktier tillväxtmarknad	61,1	-41,5	17,6
Räntebärande tillgångar	7,6	8,3	5,0
Summa likvid portfölj	21,4	-22,4	4,7
Jämförelseindex	-	-21,7	-
Aktiv avkastning före kostnader	-	-0,7	-
Alternativa investeringar	-3,4	-3,5	17,7
<b>Total avkastning efter kostnader</b>	<b>20,2</b>	<b>-21,9</b>	<b>4,8</b>

Not. Avkastning för delportföljer avser avkastning före kostnader, medan total avkastning är beräknad efter kostnader. Utländska aktier och räntebärande tillgångar avser valutasäkrad avkastning. I utländska aktier ingår Europa, Nordamerika och Stillahavsområdet.

Som framgår av tabell 4.2 är det avkastningen på marknadsnoterade tillgångar, framför allt aktier, som förklarar fondens resultat för året. Första AP-fonden redovisar också en komponentuppdelning av resultatet i absoluta tal, där det framgår att utländska aktier lämnat det största bidraget (14,5 miljarder kronor) följt av svenska aktier (9,5 miljarder kronor). Till följd av kronans förstärkning bidrog fondens valutaexponering, som vid årets utgång uppgick till 21,6 procent, negativt (-1,9 miljarder kronor) till fondens resultat. Avkastningen på räntebärande tillgångar har påverkats positivt av en hög andel kreditobligationer och realränteobligationer. Fondens negativa avkastning för alternativa investeringar förklaras av nedvärdering av innehav i onoterade aktier i fastighetsbolag och valutakurseffekter i fonder. Under den senaste femårsperioden har dock alternativa investeringar uppvisat den högsta genomsnittliga avkastningen i portföljen (17,7 procent per år), tätt följt av aktieinvesteringar på tillväxtmarknader. Även svenska aktier och räntebärande tillgångar har bidragit positivt till fondens genomsnittliga avkastning på 4,8 procent per år efter kostnader. Genom sin nya förvaltningsmodell följer Första AP-fonden inte längre upp

resultatet för noterade tillgångar i förhållande till ett jämförelseindex, Skr. 2009/10:130 varför uppgift om aktiv avkastning saknas.

**Tabell 4.3 Första AP-fondens portfölj (mdkr resp. procent)**

	2009		2008	
	mdkr	%	mdkr	%
Svenska aktier	27,9	13,8	18,0	10,5
Utländska aktier	73,0	36,1	61,0	35,5
Tillväxtmarknadsaktier	16,6	8,2	10,6	6,2
Svenska obligationer	19,7	9,7	22,8	13,3
Utländska obligationer	29,9	14,8	26,2	15,3
Realränteobligationer	18,9	9,3	18,1	10,6
Kassa/valuta	4,2	2,1	5,6	3,3
Alternativa placeringar	10,3	5,1	9,4	5,5
<b>Fondkapital</b>	<b>202,3</b>	<b>100</b>	<b>171,6</b>	<b>100</b>

Drygt hälften av fondkapitalet (56,6 procent) förvaltas internt, uppdelat på tre olika placeringsenheter. Enheten *allokering* implementerar och driver arbetet med fondens strategiska portfölj. Under året ökade aktieandelen med sex procentenheter (tabell 4.3), med störst relativ ökning mot Sverige och tillväxtmarknader. Enheten *aktieförvaltning* är uppdelad på förvaltning av svenska respektive europeiska aktier. Den nya investeringsmodellen har bl.a. inneburit en längre investeringshorisont, ett färre antal innehav och en inriktning mot större och medelstora bolag. Enheten *ränte- och valutaförvaltning* förvaltar fondens räntebärande tillgångar och hanterar valutasäkring av delar av fondens utländska tillgångar. För att uppnå en mer kostnadseffektiv hantering av fondens valutaexponering har fonden under året infört en mer dynamisk process för att hantera valutakursförändringar.

Under året ökade andelen externt förvaltad kapital med 2 procentenheter till 42,4 procent. Merparten av kapitalet avser marknadsnoterade tillgångar som inte förvaltas internt, dvs. förvaltning av aktier i USA, Japan, Stillahavsregionen och tillväxtmarknader, samt europeiska och amerikanska företagsobligationer. Fondens alternativa investeringar består av innehavet i Vasakronan (som Första–Fjärde AP-fonderna äger gemensamt), värderat till 6,6 miljarder kronor vid årets utgång, och investeringar i riskkapital- och hedgefonder samt s.k. extraordinära investeringsmöjligheter. De investeringsmöjligheter som fonden under 2009 tillvaratagit i spåren av finanskrisen avser räntebärande tillgångar och ingår i den portföljen. Vid årets utgång hade fonden investerat 4,0 miljarder kronor i onoterade tillgångar (exklusive fastigheter) och hade återstående investeringsåtaganden om 7,0 miljarder kronor (föregående år redovisades totalt investeringsåtagande, 10,9 miljarder kronor, varav 2,3 miljarder kronor hade investerats). Marknadsvärdet på fondens onoterade tillgångar (exklusive fastigheter) uppgick vid årets utgång till 3,7 miljarder kronor (2,4 miljarder kronor föregående år).

#### 4.1.2 Andra AP-fondens resultat

Andra AP-fondens resultat 2009 uppgick till 34 858 miljoner kronor (-55 058 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning

efter kostnader på 20,3 procent (-24,1 procent föregående år). Under året överfördes 3 906 miljoner kronor till pensionssystemet (föregående år mottog fonden ett nettoinflöde från Försäkringskassan och avvecklingsfonden på totalt 884 miljoner kronor). Fondkapitalet ökade under året till 204 290 miljoner kronor (173 338 miljoner kronor föregående år).

**Tabell 4.4 Andra AP-fondens fondkapital (mkr)**

	2009	2008
Ingående fondkapital	173 338	227 512
Årets resultat	34 858	-55 058
Överföringar	-3 906	884
Utgående fondkapital	204 290	173 338

Not. Överföringar innehåller nettobetalingar mot pensionssystemet och för 2008 även överföringar från avvecklingsfonderna.

Andra AP-fondens långsiktiga mål är en real avkastning på 5 procent per år. Måluppfyllelsen redovisas för den senaste femårsperioden 2005–2009, under vilken den genomsnittliga reala avkastningen uppgick till 3,7 procent per år, vilket innebär att fonden inte uppnådde sitt mål. Den huvudsakliga förklaringen som anges är avkastningen på de globala aktiemarknaderna som uppgått till i genomsnitt 2,1 procent per år under motsvarande period. Tidigare ingick ett specifikt mål för fondens aktiva förvaltning i det övergripande målet, det målet har under året tagits bort. Aktiv avkastning och tillåten risk följs upp inom ramen för fondens process för riskbudget, där de olika förvaltningsteamerna i organisationen tilldelas mandat för sin förvaltning. Fondens överordnade mål fastställs med utgångspunkt i att minimera de negativa effekterna på framtida pensioner som en konsekvens av att den automatiska balanseringen i pensionssystemet aktiveras. Fonden anpassar löpande fördelningen mellan tillgångsslag i den strategiska portföljen till marknadens förutsättningar på medellång till lång sikt.

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick till 332 miljoner kronor (330 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,18 procent av genomsnittligt fondkapital under året (0,16 procent föregående år). Till detta kommer utgifter på 194 miljoner kronor (183 miljoner kronor föregående år) som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som kostnad. Av dessa utgör 60 miljoner kronor (83 miljoner kronor föregående år) prestationsbaserade avgifter för extern förvaltning, vilka endast utbetalas under förutsättning att den externa förvaltaren uppnår en avkastning som överstiger en viss överenskommen nivå. Under 2009 utbetalades 3,7 miljoner kronor i rörlig ersättning till anställda (exklusive vd och ledningsgrupp).

Tillsammans med Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna pågår ett arbete för att utvärdera möjligheterna till kostnadsbesparingar genom ytterligare samarbeten inom administrativa funktioner, utöver de som redan i dag förekommer inom etik- och miljöfrågor, genom Etikrådet, juridik- och skattefrågor, redovisnings- och värderingsfrågor samt gemensam röstningsplattform. Andra AP-fonden kommenterar inte arbetet närmare.

**Tabell 4.5 Andra AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)**

	2009	2008	2005–2009
Svenska aktier	52,8	-42,0	8,7
Utländska aktier	25,0	-29,5	6,4
Räntebärande instrument	2,5	16,6	5,2
Summa likvid portfölj	23,1	-25,4	
Jämförelseindex		-23,6	
Aktiv avkastning före kostnader	0,7	-1,8	-0,4
Alternativa investeringar	-1,1	-1,9	
<b>Total avkastning efter kostnader</b>	<b>20,3</b>	<b>-24,1</b>	<b>4,9</b>

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

Utöver avkastningen per tillgångsslag (tabell 4.5) presenterar Andra AP-fonden bidragen från respektive tillgångsslag till den totala avkastningen. Av denna s.k. komponentuppdelning framgår att svenska respektive utländska aktier svarar för vardera drygt nio procentenheter av den totala avkastningen. Räntebärande tillgångar bidrog med drygt 1 procentenhet till avkastningen, vilket förklaras av investeringar i statsobligationer, kreditobligationer, samt räntebärande värdepapper med exponering mot tillväxtmarknader. Alternativa investeringar bidrog sammantaget med -2,5 procentenheter till den totala avkastningen. Inom alternativa investeringar uppvisade onoterade fastighetsaktier och konvertibler en positiv avkastning, medan riskkapitalfonder hade en negativ avkastning under året. För den senaste femårsperioden 2005–2009 har samtliga likvida tillgångar bidragit positivt till den genomsnittliga avkastningen på 4,9 procent per år.

Resultatet av fondens aktiva förvaltning översteg jämförelseindex med 1,2 procentenheter under 2009. I denna siffra ingår inte resultateffekter som är relaterade till fondens passiva exponering av den strategiska portföljen. Denna resultateffekt uppgick till -0,5 procentenheter 2009. Högst aktiv avkastning uppvisade förvaltningen av svenska aktier (1,4 procentenheter) och räntebärande instrument (0,7 procentenheter), medan avkastningen för utländska aktier var 0,2 procentenheter sämre än jämförelseindex. Under den senaste femårsperioden 2005–2009 har den aktiva avkastningen i genomsnitt varit 0,4 procentenheter sämre än jämförelseindex, där den aktiva förvaltningen av svenska aktier har varit svagast (-0,6 procentenheter per år).

Av fondens totala kapital förvaltas 74 procent internt. Svenska aktier har en särskilt hög andel intern förvaltning, 93 procent. De mandat som lagts ut externt avser sådana tillgångar/marknader och strategier där fonden ser goda möjligheter till avkastning men inte har interna resurser för egen förvaltning. Den externa förvaltningen uppvisade under 2009 en positiv aktiv avkastning.

Tabell 4.6 Andra AP-fondens portfölj (mdkr resp. procent)

	2009		2008	
	mdkr	%	mdkr	%
Svenska aktier	37,4	18,3	30,8	17,8
Utländska aktier	71,1	34,8	68,9	39,8
Räntebärande instrument	74,5	36,5	57,3	33,0
Alternativa placeringar	21,3	10,4	16,3	9,4
<b>Fondkapital</b>	<b>204,3</b>	<b>100</b>	<b>173,3</b>	<b>100</b>

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

I tabell 4.6 framgår att under 2009 har andelen räntebärande och alternativa tillgångar samt svenska aktier ökat i Andra AP-fondens portfölj, medan utländska aktier har minskat. Under 2009 fattade Andra AP-fonden strategiska beslut om att öka exponeringen mot krediter, från 3 till 10 procent och att minska valutaexponeringen. I fondens alternativa investeringar ingår innehav i onoterade fastighetsaktier (5 procent), samt riskkapitalfonder och konvertibler (knappt 3 procent vardera). Jämfört med Första, Tredje och Fjärde AP-fonden har Andra AP-fonden en annorlunda exponering mot fastighetsmarknaden genom att, utöver det gemensamma innehavet i Vasakronan, äga fastighetsbolaget Norrporten (tillsammans med Sjätte AP-fonden). Under året har fonden ingått tre nya investeringsåtaganden om 1,0 miljard kronor med riskkapitalfonder. Fondens sammanlagda investeringsåtaganden i onoterade aktier uppgick vid årets utgång till 14,4 miljarder kronor, varav 5,8 miljarder kronor hade investerats (föregående år 14,9 miljarder kronor, varav 4,8 miljarder hade investerats). Marknadsvärdet av onoterade aktier (exklusive fastigheter) uppgick vid årets utgång till 5,4 miljarder kronor (föregående år 5,2 miljarder kronor).

I slutet av 2008 beslutade Andra AP-fonden om en ny förvaltningsstrategi, som fick fullt genomslag under 2009. I syfte att förenkla organisationen lades en avdelning för intern aktiv förvaltning av globala aktier ned och antalet interna förvaltningsmandat minskade. Därtill bildades en ny avdelning (strategisk exponering och trading) vilken har ansvar för ett antal aktiva förvaltningsmandat, fondens valutariskhantering samt exponering och återbalansering av fondens strategiska portfölj.

### 4.1.3 Tredje AP-fondens resultat

Tredje AP-fondens resultat 2009 uppgick till 29 421 miljoner kronor (-44 757 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 16,3 procent (-19,8 procent föregående år). Under året överfördes 3 906 miljoner kronor till pensionssystemet (föregående år mottog fonden ett nettoinflöde från Försäkringskassan och avvecklingsfonden på totalt 884 miljoner kronor). Fondkapitalet ökade under året till 206 539 miljoner kronor (181 024 miljoner kronor föregående år).

**Tabell 4.7 Tredje AP-fondens fondkapital (mnr)**

Skr. 2009/10:130

	2009	2008
Ingående fondkapital	181 024	224 897
Årets resultat	29 421	-44 757
Överföringar	-3 906	884
Utgående fondkapital	206 539	181 024

Not. Överföringar innehåller nettobetalingar mot pensionssystemet och för 2008 även överföringar från avvecklingsfonderna.

Tredje AP-fondens mål är att uppnå en real avkastning om minst 4 procent per år över tiden. För perioden 2001–2009 var den genomsnittliga reala avkastningen 1,9 procent per år och under den senaste femårsperioden 3,5 procent per år, vilket innebär att fonden inte har nått sitt mål. Målet för den aktiva förvaltningen, inom ramen för fondens s.k. alfastrategier, var för 2009 en absolut avkastning på 500 miljoner kronor. I årsredovisningen framgår dock endast målet för 2010, vilket är 600 miljoner kronor. Resultat för 2009 uppgick till 1,1 miljarder kronor och därmed uppnåddes målet för detta år. För alternativa investeringar finns mål om genomsnittlig årlig avkastning, mätt över en treårsperiod. För fastigheter är målet 10 procent, för onoterade aktier 15 procent och för life science-aktier 12 procent. Uppgift saknas i årsredovisningen om måluppfyllelse. Fondens långsiktiga mål på minst fyra procents real avkastning per år har fastställts med utgångspunkt i att fonden ska bidra till pensionssystemets långsiktiga finansiering och att den automatiska balanseringen ska kunna undvikas.

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick till 317 miljoner kronor (280 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,17 procent av genomsnittligt fondkapital under året (0,14 procent föregående år). Till detta kommer utgifter på sammanlagt 303 miljoner kronor (306 miljoner kronor föregående år) som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som kostnad. Av dessa utgör 90 miljoner kronor (126 miljoner kronor) prestationsbaserade avgifter för extern förvaltning, vilka endast utbetalas under förutsättning att den externa förvaltaren uppnår en avkastning som överstiger en viss överenskommen nivå. Under 2009 utbetalades 4,9 miljoner kronor i rörlig ersättning till anställda (exklusive vd och ledningsgrupp), vilket motsvarar i snitt 1,4 månadslöner per anställd.

Tillsammans med Första, Andra och Fjärde AP-fonderna pågår ett arbete för att utvärdera möjligheterna till kostnadsbesparingar genom ytterligare samarbeten inom administrativa funktioner, utöver de som redan i dag förekommer inom etik- och miljöfrågor, genom Etikrådet, juridik- och skattefrågor, redovisnings- och värderingsfrågor samt gemensam röstningsplattform. Enligt Tredje AP-fonden har vissa initiativ initierats som lett till minskade kostnader för pensionssystemet.



Tabell 4.8 Tredje AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)

	2009	2008	2005–2009
Aktier	29,9	-38,8	
Räntebärande värdepapper	8,1	5,2	
<b>Summa likvid portfölj</b>	<b>21,1</b>	<b>-21,9</b>	<b>4,7</b>
Jämförelseindex	18,8	-20,5	4,5
Aktiv avkastning före kostnader	2,2	-1,4	0,1
Fastigheter	-0,5	2,0	
Onoterade aktier	-18,8	8,0	
Nya strategier	34,7	-31,6	
<b>Total avkastning efter kostnader</b>	<b>16,3</b>	<b>-19,8</b>	<b>4,8</b>

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

Tredje AP-fonden redovisar fondens sammanlagda avkastning utifrån en komponentuppdelning. Av fondens avkastning på 16,3 procent (16,4 procent före kostnader) svarade noterade aktier för det största positiva bidraget, 13,5 procentenheter, följt av räntebärande värdepapper 3,0 procentenheter och alfastrategier (renodlad aktiv förvaltning) 0,7 procentenheter. Alternativa investeringar bidrog sammantaget negativt med -0,7 procentenheter. De regioner som uppvisade högst avkastning i aktieportföljen var tillväxtmarknader, Asien och Sverige. Avkastningen inom räntebärande värdepapper förklaras till stor del av investeringar i kreditobligationer i USA, Sverige och Europa. I förhållande till övriga stora buffertfonder påverkades Tredje AP-fonden i högre grad av den svaga utvecklingen inom alternativa investeringar under året, på grund av sin relativt höga exponering mot sådana investeringar (tabell 4.9). Den negativa avkastningen för fastigheter förklaras främst av nedvärdering av innehavet i Vasakronan. Förvaltningen av portföljen nya strategier syftar till att tillvarata tillfälliga, investeringsmöjligheter som uppstår på marknaden. Resultatet för året förklaras av investeringar i säkerställda banklån och life-science-bolag.

Sedan 2008 har Tredje AP-fonden strävat efter att renodla förvaltningen av fondens likvida tillgångar, via en s.k. alfa- och betaseparering. Metoden innebär att förvaltningen delas upp i en del som avser marknadsexponering (beta) och en del som avser aktivt positionstagande (alfa). Viss aktiv förvaltning bedrevs under 2009 inom betaförvaltningen. Av fondens resultat för aktiv förvaltning på 2,9 miljarder kronor hänfördes 1,8 miljarder kronor till betaförvaltningen, vilket förklaras med investeringar i kreditobligationer (fonden beslutade under finanskrisen att behålla dessa tillgångar och förlusterna från 2008 har delvis återhämtats under 2009). Som en konsekvens av att alfaförvaltningen sker genom positionstagande utan att investera kapital i de underliggande tillgångarna redovisar fonden inte längre någon uppdelning av fondkapitalet i aktiv eller passiv förvaltning. För den senaste femårsperioden uppvisar Tredje AP-fonden en aktiv förvaltning som överstiger jämförelseindex med 0,1 procentenheter före kostnader. Motsvarande aktiva resultat efter kostnader kan inte beräknas. Drygt 40 procent av fondens kapital förvaltas externt.

**Tabell 4.9 Tredje AP-fondens portfölj (mdkr resp. procent)**

Skr. 2009/10:130

	2009		2008	
	mdkr	%	mdkr	%
Svenska aktier	26,5	12,8	17,9	9,9
Utländska aktier	76,2	36,9	66,0	36,5
Nominella räntebärande instrument	55,9	27,1	52,9	29,2
Reala räntebärande instrument	14,3	6,9	14,1	7,8
Alternativa placeringar	33,5	16,2	30,1	16,6
<b>Fondkapital</b>	<b>206,5</b>	<b>100</b>	<b>181,0</b>	<b>100</b>

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

Tredje AP-fonden utmärker sig bl.a. genom ett betydande innehav av alternativa placeringar. Investeringarna syftar till riskspridning i portföljen och att skapa högre avkastning genom att utnyttja risk- och likviditetspremier på investeringar i mindre likvida tillgångar. De alternativa placeringarna består av fastigheter, onoterade aktier samt så kallade nya strategier (investeringar av opportunistisk karaktär). Investeringarna i fastigheter uppgick vid årsskiftet till 16 miljarder kronor, en marginell minskning jämfört med 2008. Andelen onoterade aktier, vilket även inkluderar infrastrukturtillgångar, översteg vid utgången av 2008 det lagstadgade kravet på maximalt 5 procent av fondkapitalet. Efter att nivån hade återställts till halvårsskiftet, genomförde fonden ett fåtal nya investeringsåtaganden, ingen av dessa i infrastruktur. Fondens investeringsåtaganden i onoterade aktier uppgick vid årets utgång till 19,7 miljarder kronor, varav 13,3 miljarder kronor hade investerats (föregående år 20,1 miljarder kronor, varav 11,8 miljarder kronor hade investerats). Marknadsvärdet uppgick vid årets utgång till 9,8 miljarder kronor (10,8 miljarder kronor föregående år), varav infrastrukturtillgångar 1,0 miljard kronor. Portföljen nya strategier är under uppbyggnad och består av life-scienceaktier, försäkringsrelaterade värdepapper, säkerställda banklån, noterade mycket små bolag (micro cap) samt jordbruksmark. Vid årets utgång uppgick den sammanlagda exponeringen mot sådana nya strategier till 7,7 miljarder kronor.

Tredje AP-fondens styrelse beslutade i december 2009 att införa en ny förvaltningsmodell, vilken tillämpas fullt ut fr.o.m. 2010. Modellen, som kallas *dynamisk tillgångsallokering*, innebär att strategiska beslut om investeringar i olika tillgångar (tillgångsallokering) sker utifrån önskad risknivå och fördelas på riskklasser, t.ex. aktie- eller inflationsrisk i stället för tillgångsslag såsom aktier och obligationer. Erfarenheterna från finanskrisen 2008 är ett motiv till att styrelsen har omprövat den tidigare modellen med en långsiktig tillgångsallokering (normalportfölj) och anpassningar till denna mot bakgrund av konjunkturbild och marknadsförutsättningar på 1–3 års sikt. I den nya förvaltningsmodellen beslutar styrelsen om en övergripande risknivå och fördelning mellan riskklasser. Då modellen infördes i slutet av 2009 följer Tredje AP-fonden inte längre upp resultatet för normalportföljen respektive strategiska positioner.

Fjärde AP-fondens resultat uppgick 2009 till 34 898 miljoner kronor (-43 502 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 21,5 procent (-21,0 procent föregående år). Under året överfördes 3 906 miljoner kronor till pensionssystemet (föregående år mottog fonden ett nettoinflöde från Försäkringskassan och avvecklingsfonden på totalt 883 miljoner kronor). Fondkapitalet ökade under året till 195 718 miljoner kronor (164 726 miljoner kronor föregående år).

**Tabell 4.10 Fjärde AP-fondens fondkapital (mnkr)**

	2009	2008
Ingående fondkapital	164 726	207 345
Årets resultat	34 898	-43 502
Överföringar	-3 906	883
Utgående fondkapital	195 718	164 726

Not. Överföringar innehåller nettobetalingar mot pensionssystemet och för 2008 även överföringar från avvecklingsfonderna.

Fjärde AP-fonden har två övergripande mål, ett för total avkastning och ett för aktiv avkastning (avkastning över jämförelseindex). Fondens långsiktiga mål har t.o.m. 2009 varit en real avkastning på i genomsnitt 4,5 procent per år över en femårsperiod. Målet fastställs med utgångspunkten att pensionssystemets tillgångar och skulder på lång sikt ska balansera. Under den senaste femårsperioden, 2005–2009, uppgick den genomsnittliga reala avkastningen till 3,3 procent per år, vilket innebär att fonden inte uppnådde sitt mål. Fjärde AP-fondens mål för aktiv avkastning 2009 var 0,4 procentenheter, något lägre än det tidigare målet på 0,5 procentenheter på grund av omstrukturering av förvaltningsorganisationen under året. Den aktiva avkastningen uppnådde målet för 2009, genom att fondens avkastning överträffade index med 1,4 procentenheter. För att nå sitt överordnade mål för total avkastning analyserar Fjärde AP-fonden lämplig fördelning mellan investeringar i olika tillgångar över tre tidshorisonter, en *normalportfölj* på lång sikt (40 år), en *strategisk portfölj* på medellång sikt (3–5 år) och den *faktiska portföljen* på kort sikt (inom ett år). De strategiska besluten på medellång sikt syftar till att anpassa normalportföljen efter rådande konjunkturläge och prognos för avkastningen på tillgångar. Den faktiska portföljen avviker från den strategiska portföljen (jämförelseindex) genom fondens aktiva förvaltning.

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick för 2009 till 199 miljoner kronor (201 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,11 procent av genomsnittligt pensionskapital under året (0,11 procent föregående år). Till detta kommer utgifter på sammanlagt 62 miljoner kronor som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som en kostnad (64 miljoner kronor föregående år). Under året har inga resultatbaserade arvoden till externa förvaltare betalats (inte heller föregående år). Rörlig ersättning om 4,2 miljoner kronor utbetalades under 2009 till anställda (exklusive vd och ledningsgrupp).

Tillsammans med Första, Andra och Tredje AP-fonderna utvärderas också möjligheterna till kostnadsbesparingar genom ytterligare samarbeten inom administrativa funktioner. Fonderna har tagit initiativ till en utredning som ska belysa möjligheterna att minska fondernas administrationskostnader och den potential till besparingar som finns på sikt. Utredningen väntas vara klar under våren 2010. Fjärde AP-fonden kommenterar inte arbetet närmare.

**Tabell 4.11 Fjärde AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)**

	2009	2008	2005–2009
Svenska aktier	53,8	-40,3	
Utländska aktier	26,8	-39,4	
Räntebärande instrument	3,9	11,3	
Summa likvid portfölj	23,4	-22,3	
Jämförelseindex			
Aktiv avkastning före kostnader	1,4	-0,5	-0,2
Alternativa investeringar	7,8	-33,8	
Fastigheter	-1,4	-2,7	
<b>Total avkastning efter kostnader</b>	<b>21,5</b>	<b>-21,0</b>	<b>4,9</b>

Not. Avkastning för delportföljer avser avkastning före kostnader, medan total avkastning är beräknad efter kostnader. Likvid portfölj innehåller även aktiv valutaförvaltning och aktiv taktisk allokering.

Resultatet för 2009 förklaras främst av en hög andel aktier och att fonden har investerat en stor andel på den svenska marknaden. Fjärde AP-fonden redovisar också de olika portföljernas bidrag till fondens totala avkastning. Av fondens avkastning på 21,5 procent (21,6 procent före kostnader) svarade utländska och svenska aktier för de största positiva bidragen, de bidrog med 11,0 respektive 9,2 procentenheter. Förvaltningen av svenska aktier är uppdelad på stora bolag respektive små och medelstora bolag. Räntebärande instrument bidrog med 1,4 procentenheter till fondens avkastning. Aktiv valutaförvaltning och alternativa investeringar bidrog med 0,1 procentenheter vardera och fastigheter bidrog med -0,1 procentenheter.

Förvaltningen av fondens likvida tillgångar överträffade under 2009 jämförelseindex med 1,4 procentenheter (tabell 4.11). Under den senaste femårsperioden var dock resultatet i genomsnitt sämre än jämförelseindex (-0,2 procentenheter per år). Det största positiva bidraget till resultatet 2009 kommer från förvaltningen av räntebärande instrument, där avkastningen överträffade index med 1,9 procentenheter, vilket bl.a. förklaras av en hög andel kreditobligationer vid årets början. Förvaltningen av svenska och utländska aktier översteg index med 0,6 respektive 0,7 procentenheter. En stor del av de utländska aktierna förvaltas passivt. Av de totala tillgångarna förvaltades vid årets utgång 58 procent aktivt (60 procent föregående år).

Under 2009 förvaltades i genomsnitt 21 procent av fondens kapital externt, vilket var en halvering från föregående år. Minskningen beror framför allt på att fonden under året återtagit förvaltning av utländska aktier i samband med att man byggt upp en intern passiv förvaltning av denna portfölj.

Tabell 4.12 Fjärde AP-fondens portfölj (mdkr resp. procent)

Skr. 2009/10:130

	2009		2008	
	mdkr	%	mdkr	%
Svenska aktier	35,9	18,0	30,0	18,0
Utländska aktier	82,8	42,4	67,1	40,5
Räntebärande instrument	67,9	34,9	68,5	36,8
Alternativa investeringar	8,8	4,5	8,7	5,3
Övrigt	0,4	0,3	-9,5	-0,6
<b>Fondkapital</b>	<b>195,8</b>	<b>100</b>	<b>164,8</b>	<b>100</b>

Not. Beloppen avser innehav medan procentuell fördelning avser exponering, inklusive derivat. Alternativa investeringar omfattar onoterade aktier och fastigheter. Övrigt avser aktiv taktisk allokering, implementering av strategisk portfölj samt övriga kostnader relaterade till avslutade förvaltningsmandat och värdepappersutlåning.

I förhållande till fondens långsiktiga normalportfölj har fonden en högre andel räntebärande värdepapper och lägre andel aktier. De strategiska besluten har under året bidragit med -0,9 procentenheter till fondens totala avkastning. Inom räntebärande tillgångar har fonden en övervikt av kreditobligationer i förhållande till statsobligationer, de förstnämnda svarade vid årets utgång för 75 procent. Under året har fonden byggt upp en ny förvaltning för alternativa investeringar, som bl.a. avser fastigheter och infrastruktur. Inom fastigheter svarar Vasakronan för nästa hela exponeringen på totalt 6,2 miljarder kronor. Marknadsvärdet av fondens övriga alternativa investeringar uppgick vid årets utgång till 2,6 miljarder kronor, en ökning från 1,9 miljarder kronor föregående år. I början av året inrättades en ny portfölj inom alternativa investeringar i syfte att tillvarata investeringsmöjligheter i kölvattnet av finanskrisen. Vid årets utgång hade fonden investerat 3,1 miljarder kronor i onoterade tillgångar (exklusive fastigheter) och hade återstående investeringsåtaganden om 2,1 miljarder kronor (föregående år hade fonden investerat 2,6 miljarder kronor och hade investeringsåtaganden om 2,2 miljarder kronor).

Under 2009 har styrelsen beslutat om vissa förändringar av fondens övergripande mål. Tidsperioden för uppföljning av det långsiktiga målet om 4,5 procent real avkastning har förlängts från fem år till tio år och målet för den aktiva avkastningen har formulerats som ett genomsnitt över en perioden 2009–2012 i stället för ett årligt mål som tidigare anpassades efter förutsättningarna på marknaden. Det förändringsarbete som fonden har bedrivit sedan 2007 avslutades vid halvårsskiftet 2009. Arbetet har omfattat förvaltningsmodeller, processer, system och bemanning (en närmare beskrivning av förändringsarbetet finns i föregående års skrivelse, skr. 2008/09:130, faktaruta 5.2, s. 60).

## 4.2 Sjätte AP-fonden

Fondens uppdrag är att, inom ramen för vad som är till nytta för inkomstpensionssystemet, investera fondmedlen på riskkapitalmarknaden. Sjätte AP-fonden skiljer sig också från övriga buffertfonder i det att fonden är sluten, dvs. inga medel förs till eller från pensionssystemet. Kapitalet i Sjätte AP-fonden har i sin helhet genererats från de

10,4 miljarder kronor som tillskötts i samband med att dåvarande sjätte fondstyrelsen bildades den 1 juli 1996. Skr. 2009/10:130

### *Sjätte AP-fondens resultat*

Sjätte AP-fondens resultat 2009 uppgick till 1 853 miljoner kronor (-3 252 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 11,3 procent (-16,6 procent föregående år). Fondkapitalet ökade med årets resultat till 18 223 miljoner kronor (16 370 miljoner kronor föregående år).

Sedan fonden bildades 1996 har fondkapitalet vuxit med 7,8 miljarder kronor, vilket motsvarar en genomsnittlig avkastning på 4,4 procent per år. Med justering för inflationen under denna period motsvarar det en genomsnittlig real avkastning på 3,1 procent per år.

Styrelsen har fastställt dels ett långsiktigt, dels ett kortsiktigt mål för fondens verksamhet. Målen fastställs på basis av fondens riskpremiemodell som utgår från riskfri ränta plus en riskpremie som varierar med typ av investering (bransch och utvecklingsfas i det företag man investerar i). Det långsiktiga målet avser fondens samlade fondkapital och uppgår till i genomsnitt riskfri ränta plus en riskpremie på 4,5 procent per år, mätt över en femårsperiod. Sjätte AP-fonden redovisar den genomsnittliga långsiktiga avkastningen under perioden 2003–2009. För det samlade fondkapitalet uppgick avkastningen till i genomsnitt 6,6 procent per år, vilket betyder att fonden inte nådde upp till det långsiktiga målet som under den perioden motsvarade 7,0 procent per år (tabell 4.13). Det kortsiktiga målet fastställs årligen av styrelsen och uppgick för 2009 till 7,5 procent för det samlade fondkapitalet. För 2009 var avkastningen på det totala fondkapitalet 11,3 procent efter kostnader och därmed uppnåddes fondens kortsiktiga mål. Under året beslutade styrelsen att ta bort det överavkastningsmål som tidigare fanns i avkastningsmålet. Det avkastningsmål som numer används är identiskt med det som tidigare kallades avkastningskrav.

Utöver dessa mål har fonden ett långsiktigt mål för investeringsverksamheten, vilket för perioden 2003–2009 uppgick till i genomsnitt 8,6 procent per år. Genom att avkastningen i investeringsverksamheten under denna period uppgick till i genomsnitt 9,4 procent per år uppnådde fonden detta mål.

**Tabell 4.13 Sjätte AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)**

	2009	2008	2003–2009
Total avkastning efter kostnader	11,3	-16,6	6,6
Avkastningsmål	7,5	7,4	7,0
Differens	3,8	-24,0	-0,4

Not. Avkastningsmål för perioden 2003–2009 framgår inte av fondens årsredovisning.

Mot bakgrund av att Sjätte AP-fonden är en sluten fond har en uppdelning gjorts mellan fondens kärnverksamhet (*investeringsverksamheten*) och fondens likviditetshantering (*internbanken*). Vid utgången av 2009 hade 18 712 miljoner kronor (16 370 miljoner kronor föregående år) investerats i fondens kärnverksamhet, dvs. investeringar i

små och medelstora företag, vilket betyder att fondens investeringar för första gången översteg fondkapitalet. Därutöver uppgick fondens investeringsåtaganden till 3 868 miljoner kronor (5 682 miljoner kronor föregående år).

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick för 2009 till 146 miljoner kronor (144 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,84 procent av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital (0,80 procent föregående år). Huvuddelen av kostnaderna avser investeringsverksamheten, inom vilken en betydande del hänförs till investeringar i onoterade tillgångar som kan bedömas vara särskilt kostnadskrävande. Till detta kommer utgifter på sammanlagt 167 miljoner kronor (196 miljoner kronor föregående år) som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som kostnad. Av dessa utgör en miljon kronor prestationsbaserade avgifter för extern förvaltning, vilka endast utbetalats under förutsättning att den externa förvaltningen uppnår en avkastning som överstiger en viss överenskommen nivå (föregående år betalades ingen sådan avgift). För 2009 utbetalar fonden 3,0 miljoner kronor i rörlig ersättning till anställda (exklusive vd och ledningsgrupp).

### *Investeringsverksamheten*

Sjätte AP-fonden investerar i små och medelstora företag huvudsakligen på den svenska marknaden, uppdelat på tre segment: mogna bolag, expansionsbolag och noterade småbolag. Investeringarna sker både direkt, genom hel- eller deläggande, och indirekt, genom investeringar i riskkapitalfonder och investmentbolag. Verksamheten bedrivs i sju olika affärsområden.

Drygt hälften av investeringarna utgörs av direkta investeringar i företag (*företagsinvesteringar*) och knappt hälften av indirekta investeringar (*fondinvesteringar*). Företagsinvesteringar sker i små och medelstora tillväxtföretag i olika branscher och regioner. Fondinvesteringar avser förvärv av fondandelar (noterade och onoterade) samt aktier i investmentbolag som investerar i svenska och nordiska små och medelstora företag inom segmenten mogna bolag, expansionsbolag och noterade småbolag.

**Tabell 4.14 Sjätte AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)**

	2003–2009	Mål 2003–2009
Mogna bolag	18,3	8,1
Expansionsbolag	-5,8	10,2
Noterade småbolag	10,5	7,4
Totalt investeringsverksamheten	9,4	8,6
Total avkastning efter kostnader	6,6	

Not. Avkastning per segment redovisas före kostnader. Avkastningen för noterade småbolag avser perioden 2006–2009.

Det största bidraget till fondens resultat 2009 kom från investeringar i noterade små och medelstora företag samt noterade investmentbolag. I sin årsredovisning presenterar Sjätte AP-fonden avkastningen uppdelad

på de tre segmenten i tabell 4.14. Där framgår att under perioden under vilken investeringsverksamheten har varit fullt ut implementerad, 2003–2009, har investeringar i mogna bolag och noterade småbolag överträffat fondens mål. Däremot har investeringar i expansionsbolag, dvs. tidig fas av företags utveckling, inte nått upp till fondens mål. Sjätte AP-fonden genomförde under 2009 en översyn av investeringarna i expansionsbolag mot bakgrund av resultatet. I samband med den har fonden lyft fram svårigheterna med investeringar i företag som befinner sig i en tidig utvecklingsfas, eftersom det kräver en längre investeringshorisont än mogna företag. Slutsatsen från analysen är att fonden kommer att fokusera på att synliggöra värden i befintlig portfölj, för att gradvis, inom en femårsperiod, möjliggöra en utvärdering av det fortsatta engagemanget i expansionsbolag.

**Tabell 4.15 Sjätte AP-fondens avkastning och exponering (procent per år resp. mnkr)**

	Avkastning före kostnader		Investerat kapital 2009	
	2009	2008	Mkr	%
AP Direktinvesteringar	12,5	-11,2	6 590	36,2
AP Partnerinvesteringar	-9,3	0	2 981	16,4
AP Konvertibeln	5,2	10,1	242	1,3
AP Nätverksinvesteringar	5,1	-18,8	130	0,7
AP Regionala investeringar	-33,6	-1,4	147	0,8
AP Life Science	0,8	-33,7	1 689	9,3
AP Fondinvesteringar	23,6	-21,4	6 933	38,0
Internbanken	39,3	-14,8	-520	-2,9
Centralt	-	-	31	0,2
<b>Totalt</b>	<b>11,3</b>	<b>-16,6</b>	<b>18 223</b>	<b>100</b>

Not. Total avkastning redovisas efter kostnader.

Tabell 4.15 visar avkastning och marknadsvärdet av investerat kapital per affärsområde. I *AP Direktinvesteringar* har fonden som en effekt av finanskrisen och lågkonjunkturen fokuserat på att arbeta med befintliga portföljbolag, där åtgärder har vidtagits i samtliga. Drygt en fjärdedel av årets resultat kommer från investeringen i Lindab. De enskilt största innehaven är Norrporten och Volvofinans Bank.

*AP Partnerinvesteringar*, som är fondens tredje största affärsområde, innehåller investeringar av långsiktig karaktär. Flertalet befinner sig i en utvecklingsfas med goda tillväxtmöjligheter, under året dock med viss inbromsning. Under 2009 uppgick avkastningen till -9,3 procent. I resultatet ingår en nedvärdering av innehavet i Xeratech med 68 miljoner kronor.

*AP-konvertibeln* är en finansieringsform som syftar till att bl.a. underlätta för generationsskiften i företag. Under året ingicks inga nya konvertibelinvesteringar. Inom affärsområdet genomfördes dock bl.a. förvärvet av Arvika Gjuteri.

Fondens minsta affärsområde, *AP Nätverksinvesteringar*, investerar riskkapital och bidrar med kompetensstöd till företag i tidigas fas av sin utveckling. Investeringarna, som sker branschoberoende, genomförs tillsammans med lokala privata partners och bedöms utifrån affärsidéns potential och en bedömning av entreprenören. Sjätte AP-fonden har en aktiv ägarroll.



Marginellt större är *AP Regionala investeringar* som, genom fondens arbete med Regionalt nätverk, investerar i t.ex. regionala investmentbolag samt i företag som påverkas av regionala utvecklingsstrategier.

Genom *AP Life Science* sker långsiktiga investeringar direkt i företag eller i private equity-fonder (riskkapitalfonder) som verkar inom läkemedel, bioteknik och medicinteknik. Under året har en fond ombildats till investmentbolag. Life Science uppvisade ett marginellt positivt resultat för året.

Sjätte AP-fondens största affärsområde är *AP Fondinvesteringar*, inom vilket fonden investerar i fonder och investmentbolag med inriktning mot dels onoterade företag i expansions- eller mogen fas, dels noterade små och medelstora företag. Affärsområdet är uppdelat i de tre segmenten Venture capital (expansionsbolag), buyout (mogna företag) och noterade småbolag. Årets resultat var 1 465 miljoner kronor (-1 472 miljoner kronor föregående år) och investerat kapital ökade med drygt en miljard kronor från föregående år till 5 904 miljoner kronor. Störst bidrag till resultatet kom från noterade småbolag (1 143 miljoner kronor). Det är i linje med utvecklingen på Stockholmsbörsen, där små bolag i genomsnitt haft en högre avkastning än börsen som helhet. Den största portföljen inom fondinvesteringar är buyoutsegmentet, 4 126 miljoner kronor i investerat kapital vid utgången av året. Årets resultat för detta segment uppgick till 277 miljoner kronor före kostnader. Minst är investeringarna i venture capital som vid årets utgång uppgick till 698 miljoner kronor. Årets resultat var 45 miljoner kronor före kostnader. Inga utfästelser till nya fonder har gjorts under året.

### *Internbanken*

Internbanken hanterar den likviditetsreserv som fonden håller för att genomföra ny- och tilläggsinvesteringar samt för att täcka andra kapitalbehov i befintliga företag. Behovet uppstår till följd av att Sjätte AP-fonden är en sluten fond. Internbanken kan investera i aktier och räntebärande tillgångar. Internbanken har också i uppgift att hantera de finansiella risker som uppstår i verksamheten samt att vid behov låna upp kapital.

Som en konsekvens av att fondens investeringar under 2009 översteg fondkapitalet uppstod ett lånebehov. Internbanken hade vid årets utgång utnyttjat en kredit på 648 miljoner kronor. Inräknat tillgångar på spärkonto hos OMX på 122 miljoner kronor förvaltade Internbanken vid utgången av 2009 -520 miljoner kronor (408 miljoner kronor vid utgången av 2008).

Enligt 3 kap. 8 § lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden har fonden rätt att ta upp kredit hos en kreditinrättning eller hos Första-Fjärde AP-fonderna för att tillgodose ett tillfälligt penningbehov.

### *Sjätte AP-fondens utvärdering*

Enligt lag är Sjätte AP-fonden ålagd att utvärdera styrelsens förvaltning av fondmedlen, med utgångspunkt i de mål som fonden har fastställt för sin placeringsverksamhet. På grundval av utvärderingen för verksam-

heten 1996–2009 bedömer styrelsen att Sjätte AP-fondens uppdrag har fullgjorts och att lagstiftarens intentioner med fonden har uppfyllts.

I rapporten beskrivs uppdraget och framför allt investeringsverksamheten mer ingående, t.ex. att Sjätte AP-fonden vid utgången av 2009 hade investerat i cirka 350 bolag, varav ett 60-tal direktinvesteringar (342 resp. 49 bolag föregående år). Sjätte AP-fonden pekar i utvärderingen i allmänhet på fondens särdrag i relation till dels Första–Fjärde AP-fonderna, dels övriga riskkapitalfonder. I jämförelse med övriga buffertfonder lyfts begränsningen till den svenska marknaden och investeringar i små och medelstora företag fram, faktorer som innebär att det för Sjätte AP-fonden saknas exakta jämförbara index. I jämförelse med riskkapitalfonder pekar man särskilt på att Sjätte AP-fonden är sluten och därför har en större kapitalbas att förränta än privata riskkapitalfonder som avropar kapital för sina investeringar. I årets utvärdering ingår också en fördjupad analys av investeringar i expansionsbolag.

Sjätte AP-fonden delar upp utvärderingen i fyra delar:

- Avkastning över tid: Fondens mål för investeringsverksamheten på 8,6 procent per år under perioden 2003–2009 har uppnåtts genom en genomsnittlig avkastning på 9,4 procent per år. För mogna bolag och noterade småbolag, som utvärderas över en femårsperiod, har avkastningen i båda segmenten överträffat målen, medan expansionsbolagen, som utvärderas över en tioårsperiod, inte har uppnått sitt mål.
- Tillfredsställande riskspridning: Inom ramen för fondens uppdrag och placeringsmöjligheter bedöms fonden, med hänvisning till fördelning av portföljen på bransch/affärsområde, ha en sådan bredd av storlek på företag, investeringsmodeller och branscher att tillfredsställande riskspridning föreligger.
- Placeringar i riskkapital i små och medelstora tillväxtföretag: Genom att 95 procent av fondens kapital vid utgången av 2009 hade investerats i expansionsföretag samt i mindre och medelstora företag uppfylls fondens placeringsinriktning.
- Bidrag till svenskt näringsliv: De 57 bolag som fonden direktinvesterar i har en sammanlagd omsättning på drygt 15 miljarder kronor och drygt 8 000 anställda, med en geografisk spridning över landet. En studie från 2004 visar att fondens investeringar omfattade drygt 40 000 anställda. Fonden betonar den kvalitativa bedömningen att fonden har bidragit till kvalitetshöjning inom privata riskkapitalfonder samt tillfört kunskaper, erfarenhet, nätverk och kapital i svenska tillväxtföretag.

### 4.3 Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden förvaltar Premiesparfonden och Premievalsfonden som är två fonder inom premiepensionssystemet. För pensionssparare som avstår från att välja någon annan fond förs motsvarande premiepensionsmedel till Premiesparfonden. Premievalsfonden utgör det statligt valbara alternativet i premiepensionssystemet.

Inom ramen för de förändringar i premiepensionssystemet som riksdagen fattat beslut om under 2009 trädde nya regler för Sjunde AP-fonden i kraft i maj 2010 (prop. 2009/10:44). Förändringarna innebär bl.a. att Premiesparfonden ska ersättas med ett placeringsalternativ med generationsprofil, att placeringsalternativ med olika riskprofil ska tillhandahållas och att Premievals-fonden ska läggas ned.

### *Premiesparfonden*

Premiesparfonden med drygt 2,5 miljoner sparare är den klart största fonden inom premiepensionssystemet. Vid utgången av 2009 uppgick det förvaltade kapitalet i Premiesparfonden till 89 682 miljoner kronor (62 651 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarade 26,4 procent av det samlade premiepensionskapitalet (27,2 procent föregående år). Fondförmögenheten ökade med årets resultat på 21 460 miljoner kronor och med ett tillflöde av kapital på 10 181 miljoner kronor. I likhet med de senaste årens utveckling avstod nästan samtliga förstagångsväljare från att aktivt välja fond och fick därmed sina premiepensionsmedel placerade i Premiesparfonden. Utflödet av kapital från fonden (-4 610 miljoner kronor) berodde till huvudsak på att sparare bytte till andra fonder. Avkastningen för året uppgick till 35,1 procent (-36,2 procent föregående år) mätt enligt NAV-kursmodellen (se närmare förklaring nedan).

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

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

**Tabell 4.16 Sjunde AP-fondens avkastning efter kostnader (NAV-kurser, procent per år)**

Skr. 2009/10:130

	2009	2008	2007	2006	2005	Genomsnitt
Premiesparfonden	35,1	-36,2	4,7	10,5	25,1	4,5
PPM-index	35,0	-34,5	5,8	13,0	32,3	6,9
Differens	0,1	-1,7	-1,1	-2,5	-7,2	-2,4
Premievalsfonden	46,1	-42,8	7,7	11,7	27,7	5,1
PPM-index	35,0	-34,5	5,8	13,0	32,3	6,9
Differens	11,1	-8,3	1,9	-1,3	-4,6	-1,8

Premiesparfondens avkastning under femårsperioden 2005–2009 understeg genomsnittet av valbara fonder i premiepensionssystemet (PPM-index), vilket innebär att fonden inte uppnådde målet om en totalavkastning som minst motsvarar PPM-index. Skillnaden var i genomsnitt -2,4 procentenheter per år (tabell 4.16). Risken i Premiesparfonden understeg den genomsnittliga risknivån i premiepensionssystemets fonder under tre av fem år och därmed anser Sjunde AP-fonden att kravet på lägre risk i fonden är uppfyllt.

**Tabell 4.17 Sjunde AP-fondens avkastning före kostnader (stängningskurser, procent per år)**

	2009	2008	2007	2006	2005	Genomsnitt
Premiesparfonden	31,9	-35,0	5,3	10,8	25,5	4,7
Jämförelseindex	31,8	-31,0	5,4	10,8	24,8	5,8
Differens	0,1	-4,0	-0,1	0	0,7	-1,1
Premievalsfonden	45,4	-42,4	8,4	12,0	28,2	5,4
Jämförelseindex	38,8	-36,6	8,1	11,9	27,2	6,2
Differens	6,6	-5,8	0,3	0,1	1,0	-0,8

Med undantag för 2005 har avkastningen för Premiesparfonden inte räckt för att uppnå styrelsens operativa mål, enligt vilket avkastningen ska överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år före kostnader. Avvikelsen var särskilt stor 2008, vilket medfört att skillnaden i genomsnitt var -1,1 procentenheter per år under femårsperioden 2005–2009 (tabell 4.17).

### *Premievalsfonden*

Vid utgången av 2009 uppgick det förvaltade kapitalet i Premievals-fonden till 2 521 miljoner kronor (1 692 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarade 0,7 procent av det samlade premiepensionskapitalet (0,7 procent föregående år). Premievalsfonden var därmed systemets tjugosjätte största fond (tjugotredje största föregående år). Fondförmögenheten ökade med årets resultat på 749 miljoner kronor och inflöde av kapital på 212 miljoner kronor men minskade genom utflöde av kapital på 132 miljoner kronor. Premievalsfondens avkastning uppgick till 46,1 procent under året (-42,8 procent föregående år), mätt enligt NAV-kursmodellen.

Målet för Premievalsfonden är att fondens avkastning efter kostnader ska överträffa genomsnittet av alla valda fonder med 0,35 procentenheter per år, mätt under en femårsperiod. För Premievalsfonden gäller samma operativa mål som för Premiesparfonden, dvs. att avkastningen ska

överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år före Skr. 2009/10:130  
förvaltningsavgifter till Sjunde AP-fonden.

Avkastningen för Premievals-fonden uppgick under den senaste femårsperioden 2005–2009 till i genomsnitt 5,1 procent per år efter kostnader, vilket understeg PPM-index med 1,8 procentenheter per år (tabell 4.16). Premievals-fonden uppnådde därmed inte målet att avkastningen under en femårsperiod ska överträffa PPM-index med 0,35 procentenheter per år. Inte heller nådde Premievals-fonden sitt operativa mål. Avvikelsen var särskilt stor 2008, vilket medförde att skillnaden jämfört med jämförelseindex var i genomsnitt -0,8 procentenheter per år under femårsperioden 2005–2009 (tabell 4.17). Den stora avvikelsen från jämförelseindex under 2008 och 2009 beror bl.a. på fondens investeringar i en särskild form av noterade värdepapper (notes) för aktieinvesteringar på tillväxtmarknaderna. Under finanskrisen 2008 utvecklades dessa sämre än jämförelseindex på grund av ökad motpartsrisk hos emittenten, under 2009 skedde en återhämtning och avkastningen överträdde jämförelseindex.

### *Sjunde AP-fondens förvaltning*

Förvaltningsavgiften uppgår i både Premiesparfonden och Premievals-fonden till 0,15 procent av förvaltad kapital. Avgiften från fonderna betalas till fondförvaltaren, i detta fall Sjunde AP-fonden. Under 2009 uppgick avgifterna till sammanlagt 107 miljoner kronor. Fondens kostnader var under året 109 miljoner kronor. Årets resultat var därför negativt och bidrog till ett hittills ackumulerat underskott på 160 miljoner kronor. I syfte att fördela kostnaderna förenade med att starta fondens verksamheten över flera år och pensionssparare, disponerar Sjunde AP-fonden en kredit i Riksgäldskontoret. Sjunde AP-fonden anger att underskottet beräknas minska efter 2010 för att helt elimineras i god tid före 2020. I Sjunde AP-fonden förekommer ingen rörlig ersättning till anställda.

Sedan 2005 arbetar Sjunde AP-fonden med en förvaltningsmodell som syftar till en uppdelning av aktiv och passiv förvaltning i form av s.k. separerad alfa- och betaförvaltning. Enligt denna modell förvaltas kapitalet passivt genom att avspegla genomsnittet på marknaden till lägsta möjliga kostnad (betaförvaltningen). Den aktiva förvaltningen, som syftar till att överträffa index, sker med ett absolutavkastande uppdrag (alfa). Vid utgången av 2009 var modellen fullt ut implementerad och Sjunde AP-fonden hade avslutat all traditionell aktiv förvaltning.

Inom ramen för förändringarna av premiepensionssystemet ersätts Premiesparfonden under maj 2010 av ett förvaltsalternativ med generationsprofil. Alternativet kommer att vara valbart i systemet och både Premiesparfonden och Premievals-fonden kommer att läggas ned. I den nya modellen, som bygger på olika andel aktier beroende på ålder (generationsprofil), kommer det också vara möjligt att välja risknivå – försiktig, balanserad eller offensiv. Sjunde AP-fonden inrättar i maj en räntefond och en aktiefond, vilka sedan kombineras för att erbjuda de

## 5 Utvärdering av AP-fondernas verksamhet

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

- mål och andra strategiska beslut som har fattats av respektive AP-fonds styrelse,
- fondernas operativa förvaltning som den kan mätas genom fondernas avkastning i förhållande till jämförelseindex och
- övriga förvaltningsfrågor, denna gång bl.a. AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik och bolagsstyrning i Första–Fjärde AP-fonderna.

Vid utvärdering av styrelsernas strategiska beslut utnyttjas hela perioden under vilken nuvarande placeringsregler har varit i praktiskt bruk, dvs. fr.o.m. 2001 för Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna respektive 1997 för Sjätte AP-fonden. En anpassning har dock gjorts beroende på tidpunkten när fonderna har genomfört förändringar med anledning av det nya regelverket eller förändrat målet för verksamheten på ett mer genomgripande sätt. Till följd av det tar utvärderingen av Första–Fjärde AP-fonderna sin utgångspunkt i halvårsskiftet 2001, medan Sjätte AP-fonden kan utvärderas på ett mer konsistent sätt fr.o.m. 2003. Behovet av en lång horisont motiveras av AP-fondernas långsiktiga uppdrag. Horisonten för utvärdering bör emellertid vara kortare än fondernas egentliga placeringshorisont, eftersom en utvärdering annars riskerar att bli meningslös (i efterhand är det för sent att vidta korrigerande åtgärder).

När det gäller fondernas avkastning i förhållande till styrelsernas instruktioner och mål, dvs. fondernas operativa förvaltning, har regeringen valt att utvärdera resultaten över rullande femårsperioder, denna gång 2005–2009.

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

Till grund för regeringens utvärdering av AP-fondernas förvaltningsverksamhet ligger ett underlag från McKinsey (*bilaga 8*). McKinsey har, med utnyttjande av Regeringskansliets ramavtal, fått detta uppdrag för 2009–2011. McKinsey, i sin tur, har utnyttjat KPMG för den del av

uppdraget som avser granskning av AP-fondernas redovisade avkastning och val av jämförelseindex. Underlaget från KPMG återfinns i *bilaga 9*.

Utvärderingen av styrelsernas strategiska beslut baseras på fondernas totala avkastning i ett långsiktigt perspektiv. Fondernas operativa förvaltning utvärderas exklusive tillgångar som inte kan marknadsvärderas löpande. Det innebär att onoterade tillgångar, såsom fastigheter och onoterade aktier, exkluderas. Eftersom den aktiva avkastningen exkluderar onoterade tillgångar, har det inte varit möjligt att fördela kostnaderna på ett rättvisande sätt, varför utvärderingen av fondernas operativa förvaltning baseras på en avkastning beräknad före förvaltningskostnader.

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

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

## 5.1 AP-fonderna i pensionssystemet

**Regeringens bedömning:** Buffertfondernas resultat 2009, som är det enskilt bästa resultatet sedan 2001, innebär en markant förbättring av buffertfondernas långsiktiga avkastning jämfört med föregående år. Buffertfondernas avkastning har vid flera tillfällen sedan 2001 bidragit till att pensionssystemets automatiska balansering har kunnat undvikas, dock inte 2008 och 2009. De senaste årens försämring av pensionssystemets finansiella ställning förklaras främst av andra faktorer än AP-fondernas avkastning.

Avkastningen för Premiesparfonden och Premievals-fonden, i likhet med genomsnittet av fonder i premiepensionssystemet, har under perioden 2001–2009 betydligt understigit uppräknningen av inkomstpensionssystemets tillgångar och skulder genom buffertfondernas avkastning och inkomstindex. Det beror på aktiemarknadens historiskt svaga utveckling sedan 2001 i kombination med en hög andel placeringar i aktier. Den förväntan som har funnits om att avkastningen inom premiepensionssystemet på längre sikt ska tillföra ett mervärde jämfört med inkomstpensionen har hittills inte infriats.

**Regeringens skrivelse för perioden t.o.m. 2008:** Buffertfondernas ackumulerade bidrag till pensionssystemets finansiering sedan 2001 är nu negativt, vilket framför allt beror på aktiemarknadernas utveckling i kombination med AP-fondernas valda portföljstrategier. Resultatet är otillfredsställande men inte oförklarligt. Genom två stora tillbakagångar inom loppet av åtta år är den långsiktiga avkastningen på aktier negativ. Påfrestningar i den storleksordningen kan inte förväntas gå spårlöst förbi, vare sig för långsiktiga investerare som AP-fonderna eller för pensions-systemet.

Kapitalet i premiepensionssystemet har utvecklats ännu sämre genom en högre andel aktier, vilket är ett resultat av aktiva val av fonder och Sjunde AP-fondens beslut att spegla dessa val. Den genomsnittliga förräntningen av premiepensionsskapitalet, inklusive Sjunde AP-fonden, ligger därmed långt under långsiktiga förväntningar och mål.

**McKinsey:** Sedan 2001 har buffertfondernas kapital ökat med 273 miljarder kronor. Fondernas avkastning efter kostnader har bidragit med 204 miljarder kronor, vilket motsvarar en genomsnittlig avkastning på 3,2 procent per år. Det kan jämföras med inkomstindex som under motsvarande period uppgick till i genomsnitt 3,6 procent per år. Resultatet är en stor förbättring jämfört med situationen föregående år. Buffertfondernas avkastning 2009 på 19,4 procent är det enskilt bästa sedan 2001.

Buffertfondernas utveckling 2009 bidrog till att begränsa försämringen av balanstalet men kompenserade inte fullt ut för effekten av att pensionsskulden ökade och avgiftstillgången minskade. Under perioden fram till 2007, under vilken skulderna växte mer än avgiftstillgången, bidrog emellertid buffertfondernas utveckling till att den automatiska balanseringen kunde undvikas. Sammantaget under hela perioden 2001–2009 har buffertfonderna bidragit positivt till balansen i systemet, men har inte vägt upp det växande gapet mellan skulderna och avgiftstillgångarna i systemet.

Vid utgången av 2009 hade buffertfonderna i genomsnitt 54 procent av sitt fondkapital investerat i aktier, vilket medför att utvecklingen på aktiemarknaden i hög utsträckning förklarar fondernas långsiktiga resultat. Perioden 2001–2009 är svag i ett historiskt perspektiv, avkastningen på Stockholmsbörsen var i genomsnitt 2,2 procent per år och avkastningen för utländska aktier -1,3 procent per år (exklusive valutasäkring). Genom börsfallen 2001–2002 och 2008 är denna period, efter perioden 2000–2008, den sämsta nioårsperioden sedan 1970–1978, både för svenska och utländska aktier.

Buffertfondernas utveckling kan också jämföras med utländska pensionsfonder med liknande uppdrag i respektive lands pensionssystem. En direkt jämförelse av avkastningen är svår att göra på grund av olika uppdrag, placeringsregler, valutaeffekter och den varierande utvecklingen på fondernas hemmamarknader, men utgör en intressant referens. Av de åtta pensionsfonder som jämförs uppvisar buffertfonderna under den senaste femårsperioden 2005–2009 näst högst genomsnittlig avkastning (4,9 procent per år). Det goda utfallet förklaras i hög grad av fondernas resultat 2009 och av utvecklingen på Stockholmsbörsen.

De av Sjunde AP-fonden förvaltade fonderna Premiesparfonden och Premievalsfonden har under perioden 2001–2009 genererat en årlig avkastning (mätt med NAV-kurs) på 0,7 respektive 0,2 procent. Sjunde AP-fonden är den av AP-fonderna som haft den lägsta avkastningen över sin utvärderingsperiod. Den viktigaste orsaken är att Sjunde AP-fondens fonder, liksom övriga fonder i premiepensionssystemet, haft en högre andel investeringar i noterade aktier (80–90 procent jämfört med Första–Fjärde AP-fondernas andel på 50–60 procent).

**Skälen för regeringens bedömning:** Inkomstpensionssystemets samlade buffertkapital uppgick till 827,1 miljarder kronor vid utgången



av 2009 (summan av Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna). Den ackumulerade avkastningen sedan den 1 januari 2001<sup>2</sup> uppgick till 204 miljarder kronor eller 3,2 procent per år. Under motsvarande period uppgick den genomsnittliga avkastningen på svenska aktier till 2,2 procent per år, utländska aktier -1,3 procent per år (exklusive valutasäkring), svenska statsobligationer 5,1 procent per år och amerikanska statsobligationer 2,2 procent per år (exklusive valutasäkring). Sammantaget för perioden har risktagande genom investeringar i aktier inte gett förväntad utdelning (*bilaga 8*).

Under perioden 2001–2009 kan buffertfonderna likväl sägas ha bidragit positivt till balansen i systemet, genom att hindra en aktivering av den automatiska balanseringen vid flera tillfällen och bl.a. skjuta upp denna från 2005 till 2008, dvs. med tre år. Därefter har påfrestningarna på pensionssystemet varit av den omfattningen att inte heller en rimligt positiv utveckling av buffertkapitalet hade kunnat hindra den aktivering av den automatiska balanseringen som har skett. Detta framgår vid en jämförelse av buffertfondernas avkastning med inkomstindex som bestämmer uppräknings av övriga tillgångar och skulder i systemet. Det bör noteras att detta är en hypotetisk analys.

Analysen i förhållande till inkomstindex baseras på en jämförelse av buffertfondernas faktiska resultat med det (simulerade) resultat som skulle ha uppkommit om buffertkapitalet i stället hade förräntats med inkomstindex (tabell 5.1). Analysen visar att buffertfondernas ackumulerade avkastning utöver inkomstindex översteg pensionssystemets överskott under perioden 2005–2008. Utan bidraget från buffertfonderna hade pensionssystemet i stället uppvisat underskott med början 2005. Fonderna kan därmed sägas ha skjutit upp tidpunkten för pensionssystemets automatiska balansering.

**Tabell 5.1 Buffertfondernas bidrag till pensionssystemets finansiering (mdkr)**

	Årliga resultat	Simulerade resultat	Årlig differens	Ackumulerad differens
2001	-26	8,2	-34,2	-34,2
2002	-85,6	17,1	-102,7	-136,9
2003	80,8	32,9	47,9	-89,0
2004	63,7	22,4	41,3	-47,7
2005	113,7	16,6	97,1	49,3
2006	82,5	19,3	63,2	112,6
2007	36,6	23,7	12,9	125,5
2008	-194,7	34,6	-229,3	-103,8
2009	135,6	49,5	86,1	-17,8

Källa: Egna beräkningar. Simulerade resultat baseras på antagandet att fondkapitalet växer över tid med årliga nettoinflöden och därutöver med en avkastning som motsvarar inkomstindex.

Från och med 2008 har pensionssystemet uppvisat mycket stora underskott (-243 respektive -323 miljarder kronor). Även om buffertfondernas negativa bidrag till pensionssystemets finansiering var

<sup>2</sup> Buffertfondernas bidrag till pensionssystemet utvärderas fr.o.m. 1 januari 2001, dvs. den period som buffertfonderna med nuvarande regler ingått i pensionssystemet.

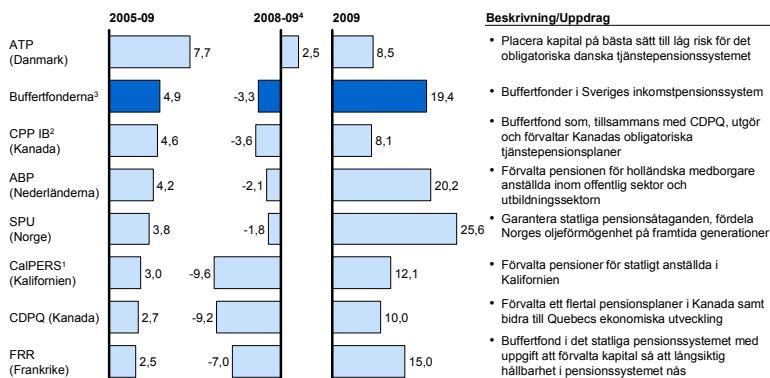
mycket stort 2008 så var pensionssystemets underskott större. Buffertfondernas resultat uppgick till -194,7 miljarder kronor 2008 och den årliga differensen jämfört med inkomstindex samma år kan uppskattas till -229,3 miljarder kronor (tabell 5.1), vilket ändå understeg pensionssystemets underskott. Detta underskott växte till ett än större belopp 2009 genom förändringar av pensionssystemets tillgångar och skulder som inte hade samband med buffertkapitalets förvaltning (se avsnitt 3.2.1). Analysen tyder på att den automatiska balanseringen skulle ha aktiverats 2008 även om buffertfonderna helt hade undgått börsfallet och redovisat ett nollresultat. Detsamma gäller även om buffertfonderna hade gått tvärs emot marknaderna och redovisat en positiv avkastning i nivå med inkomstindex.

Av jämförelsen i tabell 5.1 framgår att buffertfondernas bidrag till pensionssystemets finansiering var negativt under de första fyra åren efter reformen. Under den perioden översteg dock tillgångarna sammantaget skulderna i systemet, varför buffertfondernas utveckling inte bidrog till att aktivera balanseringen under denna tid.

Buffertfondernas bidrag till pensionssystemets finansiering måste ses mot bakgrund av de förutsättningar som kapitalmarknaden har erbjudit under samma tid. Som noterades inledningsvis har placeringar i aktier inte gett förväntad avkastning under den studerade perioden. Buffertfonderna har dock hävdats sig väl i förhållande till aktiemarknadernas genomsnittliga avkastning, genom riskspridning till andra typer av placeringar. En liknande bild framträder vid en jämförelse av buffertfondernas avkastning med andra jämförbara pensionsfonder.

Det är, vilket också McKinsey framhåller, svårt att jämföra buffertfondernas avkastning med ett urval av utländska pensionsfonder, men en sådan jämförelse kan ändå vara av intresse. I likhet med föregående år tillhör buffertfonderna tagna tillsammans de fonder som har en relativt sett högre genomsnittlig årlig avkastning under den senaste femårsperioden (figur 5.1). Canadian Pension Plan (CPP) som har ett uppdrag som liknar Första–Fjärde AP-fondernas uppdrag, redovisar en marginellt lägre genomsnittlig avkastning för perioden (4,6 procent per år jämfört med buffertfondernas genomsnittliga avkastning på 4,9 procent per år). Utvecklingen på den svenska respektive kanadensiska aktiemarknaden under perioden visar inte heller några betydande skillnader (i genomsnitt 8,8 respektive 7,9 procent per år). Föregående år visade CPP ett bättre resultat över den senaste femårsperiod än buffertfonderna. Det omvända förhållandet beror på att buffertfondernas avkastning 2009 (19,4 procent) markant översteg avkastningen i CPP (8,1 procent). Bland de övriga fonderna kan nämnas norska Statens pensionsfond utland (SPU) som både under 2009 och perioden 2008–2009 uppvisar en högre genomsnittlig avkastning än buffertfonderna (25,6 procent respektive -1,8 procent per år), för hela femårsperioden 2005–2009 hade SPU dock en lägre avkastning (i genomsnitt 3,8 procent per år).

Rapporterad årlig nominell avkastning; Procent (lokal valuta)



Notera: En direkt jämförelse av avkastningen försvåras av t.ex. olika upplag, placeringsregler, valutaeffekter samt utveckling på hemmamarknaderna  
 1 Exklusive operativa (investerings-) kostnader  
 2 Beräknad baserad på kvartalsrapporter då bokslutsår skiljer sig från kalenderår; Summan av avkastning efter operativa kostnader i absoluta tal för de fyra kvartalen 2009 dividerat med ingående balans för förvaltad kapital den 1 januari 2009  
 3 AP1-4 och AP6  
 4 Fonderna bör utvärderas över en lång tidsperiod, men det finns värde i att analysera hur fonderna klarade av två extrema år på kapitalmarknaderna 2008-2009

Källa: McKinsey.

För fonderna inom premiepensionssystemet saknas det en naturlig referens, motsvarande inkomstindex i inkomstpensionssystemet, för utvärdering av bidraget till pensionssystemet. Det kan i detta sammanhang vara relevant att gå tillbaka till motiven bakom införandet av premiepensionssystemet. Bland argumenten ingick önskemål om att (i) låta det behov av ökat sparande som då förutsågs ta formen av mer individuellt sparande, (ii) samtidigt öka den enskildes inflytande över pensionen och (iii) ta vara på den riskspridning som det innebär att göra pensionen beroende av både inkomstutvecklingen i samhället och kapitalmarknadens avkastning (prop. 1993/94:250 s. 56). Bakom riskspridningsargumentet låg insikten att kapitalmarknadens avkastning kan variera kraftigt, varför förräntningen inom det fullt fonderade premiepensionssystemet periodvis kan förväntas såväl underskrida som överträffa motsvarande förräntning inom inkomstpensionssystemet (inkomstindex). På längre sikt är det dock en rimlig förväntan att kapitalmarknadens avkastning tillför ett mervärde jämfört med inkomstindex.

Avkastningen i Premiesparfonden respektive Premievals-fonden uppgick under perioden 2001–2009 till i genomsnitt 0,7 respektive 0,2 procent per år. I övriga fonder i premiepensionssystemet har den genomsnittliga avkastningen under perioden varit 0,6 procent per år, dvs. nästan i nivå med Premiesparfonden. Avkastningen i premiepensionssystemet har därmed inte fullt ut nått upp till målen för inkomstpensionssystemet. Förklaringen finns i de val av fonder som pensionsspararna gjort och utvecklingen på kapitalmarknaderna som beskrivits ovan. Av det totala fondkapitalet inom premiepensionssystemet var vid utgången av 2009 drygt 82 procent investerat i aktier. Utvecklingen på aktiemarknaden mellan 2001 och 2009 har därmed i högre grad påverkat premiepensionssystemets fonder än buffertfonderna.

Utvecklingen är en illustration av risken att premiepensionssystemets genomsnittliga avkastning periodvis understiger pensionssystemets långsiktiga behov, såsom detta kan mätas med hjälp av inkomstindex. Detta genomsnittliga utfall rymmer dock betydande individuell variation.

### **Faktaruta 5.1 Risk- och avkastningsmått**

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

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

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

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

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

### 5.2.1 Strategiska beslut

**Regeringens bedömning:** Genom fondernas starka resultat 2009 har Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga avkastning förbättrats markant jämfört med föregående år. Ingen av fonderna når dock upp till styrelsens

mål under 2001–2009, vilket framför allt förklaras av aktiemarknadens historiskt svaga utveckling under denna period och därför inte kan läggas till grund för kritik.

Till följd av förändringar under 2009 skiljer sig fondernas förvaltningsmodeller från varandra i större utsträckning än tidigare. De skillnader som har uppstått i fondernas strategier är i grunden positiva. För att säkerställa insyn i, och utvärdering av, respektive förvaltningsmodell är det viktigt att fonderna redovisar bidragen till fondens övergripande resultat.

**Regeringens skrivelse för perioden t.o.m. 2008:** Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga avkastning har försämrats påtagligt inom loppet av ett år. Eftersom strategiska beslut måste utvärderas över en längre horisont kan scenförändringen under 2008 inte ensam läggas till grund för ett slutligt omdöme.

AP-fondernas hittillsvarande resultat och annan erfarenhet ger vid handen att fondernas strategiska beslut har en avgörande betydelse för fondernas långsiktiga avkastning, så även denna gång. Utvecklingen illustrerar väl hur viktigt det är att fonderna framför allt ägnar kraft åt strategifrågorna.

**McKinsey:** Första–Fjärde AP-fondernas genomsnittliga avkastning sedan halvårsskiftet 2001 uppgick till 3,9 procent per år. Utvecklingen 2009, som varierade mellan 16,4 och 21,5 procent, förbättrade väsentligt avkastningen under perioden. Trots detta uppnådde ingen av Första–Fjärde AP-fonderna sina egna, nominella mål som för perioden varierar mellan 5,5 och 6,2 procent.

Första–Fjärde AP-fondernas aggregerade faktiska tillgångsallokering har sedan 2001 varit relativt stabil. Andelen svenska aktier har varierat mellan 19 och 14 procent och utländska aktier mellan 39 och 42 procent. Sedan 2005 har fonderna successivt ökat allokeringen till alternativa tillgångar från 3 till 10 procent, andelen kan förväntas öka i framtiden med tanke på fondernas ambition att fortsätta att öka fokus på alternativa tillgångar, dock med den begränsning som finns för investeringar i onoterade tillgångar vid högst fem procent av fondkapitalet. Fjärde AP-fonden har högst andel av fondkapitalet investerat i aktier och tillsammans med Andra AP-fonden den högsta andelen svenska aktier. Tredje AP-fonden har den högsta andelen alternativa investeringar. Variationen i Första–Fjärde AP-fondernas exponering mot aktiemarknaden, och speciellt den svenska aktiemarknaden som utvecklades mycket starkt 2009, är en viktig orsak till skillnaderna i fondernas avkastning under 2009.

Förändringar i fondernas förvaltningsmodeller under 2009 innebär att modellerna i dag skiljer sig väsentligt mer än tidigare. Det är därför svårt att på ett enhetligt sätt jämföra fondernas avkastning från långsiktiga beslut, medelfristiga beslut samt aktiv förvaltning. Utvärderingen fokuserar i år på att jämföra fondernas totala avkastning och nedbrytning av avkastningen görs separat för varje fond.

Första AP-fonden införde under 2009 en ny förvaltningsmodell med fokus på strategiska beslut och total avkastning, varför de olika bidragen till fondens avkastning inte kan följas upp på samma sätt för hela

utvärderingsperioden fr.o.m. juli 2001. Till och med september 2009 har de strategiska besluten (långsiktiga och medelfristiga) sammantaget genererat 46,3 miljarder kronor före kostnader, vilket motsvarar 92 procent av den totala avkastningen före kostnader under perioden. Medelfristiga beslut bidrog t.o.m. 2008 med -3 miljarder kronor. Under fjärde kvartalet 2009 uppgick den totala avkastningen till 8,2 miljarder kronor före kostnader. Fondens totala kostnader 2001–2009 uppgick till 2,3 miljarder kronor.

Andra AP-fonden särskiljer inte medelfristiga beslut från de långsiktiga besluten och redovisar följaktligen inte resultatet av medelfristiga beslut. Resultatet från strategiska beslut (lång- och medelfristiga beslut) sedan halvårsskiftet 2001 uppgår till 62,2 miljarder kronor före kostnader, vilket motsvarar 103 procent av den totala avkastningen före kostnader (att resultatet överstiger 100 procent beror på ett negativt resultat för operativ förvaltning). Det betyder att Andra AP-fonden har genererat det största bidraget till fondens avkastning från strategiska beslut. Fondens totala kostnader 2001–2009 uppgick till 2,4 miljarder kronor.

Tredje AP-fonden fokuserar i sin nya modell på totalportföljen och redovisar från 2009 inte resultatet av långsiktiga respektive medelfristiga beslut separat. Medelfristiga beslut genererade t.o.m. 2008 en miljard kronor. Resultatet från strategiska beslut uppgår för perioden 2001–2009 till 60 miljarder kronor före kostnader, vilket motsvarar 96 procent av fondens totala avkastning före kostnader. Fondens totala kostnader 2001–2009 uppgick till 2,2 miljarder kronor.

Fjärde AP-fondens resultat från långfristiga strategiska beslut uppgår till 51 miljarder kronor före kostnader för hela perioden 2001–2009. Till detta kommer 4 miljarder kronor före kostnader från medelfristiga beslut, vilket betyder att fondens strategiska beslut svarar för 108 procent av fondens långsiktiga avkastning före kostnader. Fondens totala kostnader 2001–2009 uppgick till 1,7 miljarder kronor.

Flera AP-fonder har infört mer dynamiska arbetssätt under 2009, i syfte att genom medelfristiga beslut på 3–5 års sikt kunna utnyttja svängningarna i marknadernas värdering, t.ex. konjunkturella svängningar och svängningar i relativa värderingar mellan tillgångsslag och geografier. Första och Tredje AP-fonderna bedöms ha genomfört de största förändringarna och fokuserar nu mer på medelfristiga beslut än vad Andra och Fjärde AP-fonderna gör. Förändringarna liknar på flera sätt hur många andra långsiktiga kapitalförvaltare utvecklar sin verksamhet baserat på erfarenheterna under de senaste tio åren. Dock finns det fortfarande få exempel på kapitalförvaltare som framgångsrikt har implementerat dynamiska förvaltningsmodeller. Mer dynamiska arbetssätt ställer mycket höga krav på ledande kompetens i form av analys, beslutprocesser och uppföljning samt kräver att fonderna kan vara uthålliga och våga ta positioner som över längre tidsperioder kan ge lägre avkastning jämfört med marknaden och konkurrenter. Det bedöms därför vara viktigt att förstå hur AP-fonderna kan säkerställa den ledande kompetens som krävs, vad som krävs i termer av interna processer och uppföljning samt vilken ambitionsnivå fonderna bör ha med de nya dynamiska modellerna.

**Skälen för regeringens bedömning:** Första–Fjärde AP-fondernas ackumulerade resultat fr.o.m. juli 2001 t.o.m. 2009 uppgick till 222 miljarder kronor. Avkastningen 2009 på 133 miljarder kronor betyder att fondernas ackumulerade resultat har förbättrats avsevärt under det senaste året. Resultatet 2009 ska sättas i relation till fondernas avkastning 2008 som uppgick till -191 miljarder kronor. Fondernas genomsnittliga avkastning 2001–2009 uppgår nu till 3,9 procent per år, en förbättring i förhållande till föregående år (1,9 procent per år) men når inte upp till fondernas genomsnittliga långsiktiga avkastning före finanskrisen 2008 (Första–Fjärde AP-fondernas avkastning 2001–2007 uppgick till 6,3 procent per år). Avkastningen når inte heller upp till fondernas genomsnittliga nominella mål, som uppgår till 5,8 procent för perioden.

I tabell 5.2 redovisas Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga förvaltningsresultat i termer av avkastning. Denna kan jämföras med inflationen som uppgick till i genomsnitt 1,6 procent per år under motsvarande period, vilket betyder, till skillnad från föregående år, att samtliga fonder nu uppvisar en positiv real avkastning under tiden sedan halvårsskiftet 2001. Tre av fyra fonder överträffar också inkomstindex som steg med 3,6 procent per år. Däremot når ingen av fonderna upp till sina egna mål.

**Tabell 5.2 Avkastning efter kostnader fr.o.m. halvårsskiftet 2001 t.o.m. 2009 (procent per år)**

	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2001– 2009
AP1	20,1	-21,9	4,6	9,6	17,4	11,3	16,4	-14,0	-3,4	3,9
AP2	20,4	-24,1	4,0	12,8	18,5	11,4	17,6	-15,5	-1,5	4,0
AP3	16,4	-19,8	5,0	9,6	17,8	11,1	15,7	-12,2	-2,1	4,1
AP4	21,5	-20,9	2,4	10,5	16,8	10,5	16,8	-17,0	-4,4	3,4

Källa: McKinsey.

I vilken mån en bra eller dålig avkastning kan tillskrivas respektive fond beror på utvecklingen på de finansiella marknaderna under samma period. I synnerhet gäller detta i förhållande till aktiemarknaden, eftersom Första–Fjärde AP-fonderna vardera har investerat mellan 49 och 60 procent av fondkapitalet i noterade aktier.

Även om fondernas resultat inte längre kan analyseras på ett likartat sätt är det fortfarande tydligt att det ackumulerade resultatet sedan start, i likhet med tidigare år, i allt väsentligt förklaras av styrelsernas strategiska beslut. Detta är delvis en naturlig följd av att strategiska beslut om investeringar i tillgångar som har gett en positiv avkastning sedan halvårsskiftet 2001 tillgodoräknas det strategiska resultatet, medan resultatet från aktiv förvaltning utgår från marknadernas genomsnittliga avkastning och därför kan avvika i både positiv och negativ riktning. McKinsey analyserar också, där så är möjligt, bidraget till fondernas långsiktiga avkastning från s.k. medelfristiga strategiska beslut, dvs. icke varaktiga förändringar av fondernas strategiska portföljer. På motsvarande sätt som för aktiv förvaltning analyseras bidragen från

medelfristiga beslut som avvikelser, i detta fall från de mest långfristiga strategiska besluten (strategiska portföljen).

Flera av fonderna har under 2009 infört ett mer dynamiskt arbetssätt med ökad ambition att fatta medelfristiga investeringsbeslut på 3–5 års sikt. Syftet är att kunna utnyttja svängningar i marknadens värdering, t.ex. konjunkturella svängningar och svängningar i värderingar mellan tillgångsslag och olika geografiska marknader. Mot bakgrund av kapitalmarknadernas utveckling under 2001–2009, med två stora börsfall (2001–2002 och 2008) har värdet av att kunna förutse och hantera svängningar aktualiserats. Denna insikt uppfattas också vara ett motiv för fondernas förändrade förvaltningsmodeller. McKinsey noterar att ambitionen om ett mer dynamiskt arbetssätt är en trend i dag bland kapitalförvaltare, men också att ambitionerna fortfarande är nya. Enligt McKinsey finns det få exempel på kapitalförvaltare som framgångsrikt har implementerat dynamiska förvaltningsmodeller. McKinsey pekar på att modellerna ställer krav på analys (makroekonomi, branscher och kapitalmarknader), beslutsprocesser och uppföljning. Därtill framhålls att modellerna kräver att förvaltaren kan vara uthållig och våga ta positioner som över längre tidsperioder kan ge underavkastning jämfört med marknad och konkurrenter.

Som en följd av förändringar av sina förvaltningsmodeller (modellerna beskrivs närmare nedan under respektive fond) har flera av fonderna under 2009 slutat att separat följa upp och/eller redovisa avkastningen från långsiktiga, medelfristiga och aktiva förvaltningsbeslut. Till följd av inriktningen mot totalportföljens avkastning arbetar Första och Tredje AP-fonderna inte längre med separata långfristiga och medelfristiga portföljer, varför resultaten av dessa beslut inte redovisas. Andra AP-fonden särskiljer sedan tidigare inte långfristiga och medelfristiga beslut. Fjärde AP-fonden särskiljer dock i likhet med tidigare år besluten. Första AP-fonden redovisar inte heller resultatet från aktiv förvaltning (avsnitt 5.2.2).

Det finns tydliga motiv för att fokusera på medelfristiga beslut genom ett mer dynamiskt arbetssätt. Möjligheterna att lyckas kan dock inte tas för givna. Genom sitt uppdrag har AP-fonderna förutsättningar att fatta långsiktiga investeringsbeslut, vilket fonderna bl.a. utnyttjar för investeringar i illikvida alternativa tillgångar. Regeringen använder sig även av en uttalat lång horisont för utvärdering av strategiska beslut. Det torde därmed finnas en möjlighet för AP-fonderna att vara uthålliga.

Den kartläggning som McKinsey har genomfört visar att, till följd av förändringarna under 2009, skiljer sig Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningsmodeller nu väsentligt mer från varandra än tidigare. Ett motiv med inrättandet av flera fonder med identiska uppdrag var att åstadkomma spridning av förvaltningsriskerna, då fondförvaltning alltid innebär en risk för felaktiga investeringsbeslut (prop. 1999/2000:46 s. 117). Skillnader i fondernas förvaltningsmodeller är således i linje med en av utgångspunkterna för AP-fondernas nuvarande struktur. Initiativ att utveckla förvaltningsmodellerna, som kan medföra ökade skillnader mellan fonderna, bör därför i grunden betecknas som positiva. Av skillnaderna följer att *bidragen* till den långsiktiga avkastning inte är direkt jämförbara mellan fonderna och därmed kan resultatet inte beskrivas samlat. På aggregerad nivå kan detta inte betecknas som ett



problem. Däremot är det önskvärt att resultaten av modellerna, per fond, presenteras på ett sätt som främjar uppföljning och utvärdering av fondernas strategiska beslut och operativa förvaltning (se även avsnitt 5.5). Att resultaten av fondernas förvaltning redovisas även på mer detaljerad nivå kan inte anses stå i motsats till fokus på, och mål om, total avkastning.

### *Första AP-fonden*

Resultatet av Första AP-fondens strategiska beslut (långsiktiga och medelfristiga beslut) fr.o.m. 2001 t.o.m. september 2009 uppgick till 46,3 miljarder kronor före kostnader, vilket motsvarar 92 procent av fondens totala avkastning före kostnader under motsvarande period. Medelfristiga beslut, som fonden redovisar t.o.m. 2008, har fr.o.m. 2001 genererat -3 miljarder kronor före kostnader. Under det fjärde kvartalet 2009 uppgick fondens totala avkastning till 8,2 miljarder kronor före kostnader.

Under 2009 införde Första AP-fonden en helt ny förvaltningsmodell, vilken har tillämpats och rapporterats fr.o.m. oktober förra året. I den nya modellen anges mål i termer av absolut avkastning och fokus på medelfristiga beslut har ökat (mer dynamiskt arbetssätt). Som en konsekvens av den nya strategin särredovisar Första AP-fonden inte längre resultaten från strategiska beslut respektive aktiv avkastning. Fonden bedriver dock fortfarande aktiv förvaltning, men av mer långsiktig karaktär med färre transaktioner, vilken följs upp inom respektive förvaltningsmandat. En av grundtankarna bakom den nya modellen är att göra förvaltningen mer dynamisk och av det skälet har en del av beslutsmandaten flyttats från styrelsen till förvaltningen. Styrelsen beslutar om riskmandat för förvaltningen och fastställer vilka instrument och marknader som fonden får investera i.

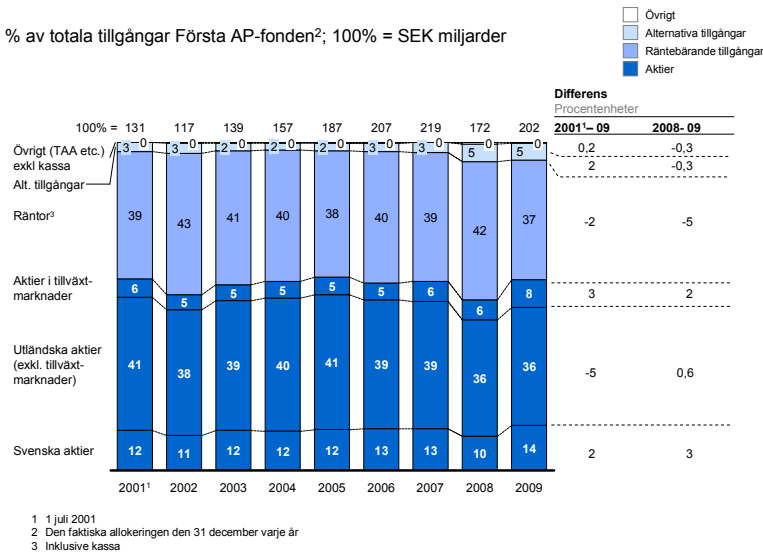
Den nya förvaltningsmodellen utgår från en långsiktig analys (40 års sikt) av fondens skulder och tillgångar, vilket bildar ALM-portföljen. Tillsammans med en analys av rådande och förväntad konjunktur tas en medellång portfölj fram, som visar den långsiktiga inriktningen för förvaltningen på 5 års sikt. I ett tredje steg fastställs målportföljen, med utgångspunkt i möjligheterna att implementera den medellånga portföljen och med hänsyn tagen till begränsningar i marknaden. Målportföljen är den medelfristiga portfölj som anger den faktiska inriktningen för förvaltningen på 1–1,5 års sikt. För att röra sig mot målportföljen fastställer fondens vd etappmål på 1–3 månaders sikt.

Den nya förvaltningsmodellen förväntas ge fonden en kostnadsbesparing på drygt 100 miljoner kronor per år, till följd av personalneddragningar under 2009 på cirka 25 anställda och därtill genom minskade kostnader för extern förvaltning och lägre transaktionskostnader.

Som regeringen noterade förra året bör den förskjutning som nu sker i riktning mot ökat fokus på de strategiska besluten vara förenlig med den bästa praxis som McKinsey identifierat. Fokus på strategiska beslut och total avkastning är också i linje med slutsatsen om bidragen till fondernas långsiktiga avkastning.

KPMG noterar att Första AP-fonden, inom ramen för den nya förvaltningsmodellen, endast presenterar ett riskmått (standardavvikelse). Detta som en naturlig följd av att fonden inte använder jämförelseindex och därmed inte redovisar några relativa riskmått. KPMG menar dock att Första AP-fonden skulle kunna komplettera sin redovisning med ytterligare riskmått, t.ex. Value-at-Risk eller stresstester, i syfte att öka förståelsen för förvaltningsmodellen. KPMG noterar också att det för totalportföljen endast finns ett utvärderingsmått – fondens avkastningsmål på 5,5 procent över rullande femårsperioder. KPMG anser att detta mått bör kompletteras med kvalitativa utvärderingar, t.ex. jämförelser med likartade pensionsförvaltare.

Figur 5.2 Första AP-fondens portfölj 2001–2009 (procent respektive mdkr)



Källa: McKinsey.

I figur 5.2 framgår den faktiska fördelningen mellan investeringar i olika tillgångsslag vid utgången av varje år sedan 2002. För 2001 framgår fördelningen den 1 juli (periodens starttidpunkt). 2009 var fondkapitalet fördelat på 58 procent svenska och utländska aktier, 37 procent räntebärande tillgångar och 5 procent alternativa tillgångar (inkl. fastigheter). Andelen svenska aktier och aktier i tillväxtmarknader har ökat under 2009, på bekostnad av räntebärande tillgångar. Första AP-fonden har ända sedan start haft en viss andel aktier i tillväxtmarknader, en andel som har ökat under de senaste åren. Mätt över hela perioden 2001–2009 har även andelen alternativa tillgångar och svenska aktier ökat, medan räntebärande tillgångar och utländska aktier har minskat.

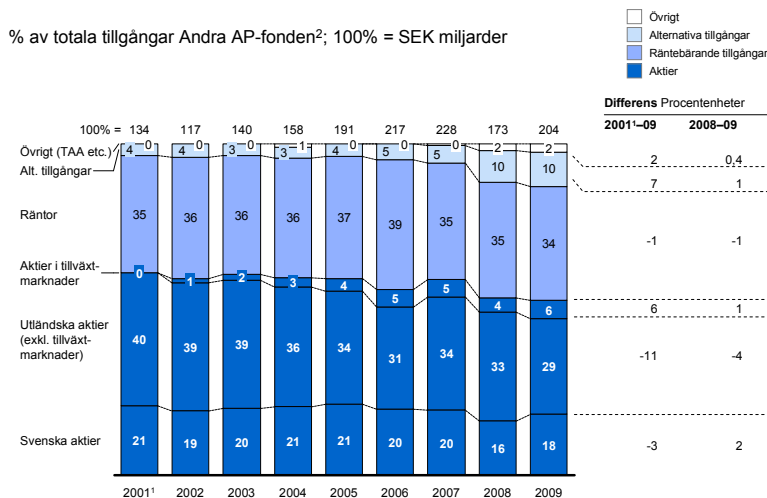
### Andra AP-fonden

Resultatet av Andra AP-fondens strategiska beslut uppgick under perioden 2001–2009 till 62,2 miljarder kronor före kostnader, vilket

motsvarar 103 procent av fondens totala avkastning före kostnader under perioden. Andra AP-fonden fattar inga medelfristiga beslut som kan särskiljas från de långsiktiga besluten.

Andra AP-fondens förvaltningsmodell bygger på att det finns två grundkällor för avkastning: genom systematisk exponering mot riskpremier respektive aktiv förvaltning. Andra AP-fondens förvaltningsmodell fokuserar på långsiktiga beslut som implementeras genom den strategiska portföljen och som har en tidshorisont på över 10 år. Beslut om förändringar i den strategiska portföljen beslutas av styrelsen. Andra AP-fonden särskiljer inte medelfristiga beslut från långfristiga beslut (dvs. några avvikelser från den långsiktiga portföljen äger inte rum). Hösten 2008 inrättade fonden en grupp (Dynamic Asset Allocation), bestående av vd, chefstrateg och kapitalförvaltningschef, som kan föreslå större förändringar i den strategiska portföljen till följd av förändringar i marknaderna som bedöms innebära betydande förändringar i förutsättningarna för portföljens utveckling på medellång till lång sikt. I januari 2009 avvecklade fonden sin interna globala aktieförvaltning och en ny enhet för strategisk exponering och trading bildades. Under 2009 fattade Andra AP-fonden beslut om förändringar i den strategiska portföljen, vilka sammantaget innebar att andelen kreditobligationer, konvertibler och alternativa tillgångar ökade, på bekostnad av andelen statsobligationer och utländska aktier. Ett syfte var att öka exponeringen mot företagssektorn, genom investeringar i aktier och företagsobligationer.

**Figur 5.3 Andra AP-fondens portfölj 2001–2009 (procent respektive mdkr)**



1 Avser 1 juli 2001

2 Den strategiska allokeringen den 31 december varje år

Källa: McKinsey.

Andra AP-fondens faktiska portfölj bestod vid utgången av 2009 av 53 procent svenska och utländska aktier, 34 procent räntebärande till-

gångar, 10 procent alternativa tillgångar (inklusive fastigheter) och 2 procent övrigt, vilket bl.a. avser exponering som uppstår till följd av aktiva placeringsbeslut. Inom tillgångsslaget aktier har andelen svenska aktier och aktier i tillväxtmarknader ökat under året, på bekostnad av övriga utländska aktier. På längre sikt har framför allt placeringar i alternativa tillgångar och aktier i tillväxtmarknader ökat, medan övriga utländska och svenska aktier har minskat. Andra AP-fonden har en förhållandevis stor fastighetsexponering genom ägandet av Vasakronan, tillsammans med övriga av Första–Fjärde AP-fonderna, och Norrporten, tillsammans med Sjätte AP-fonden. Andra AP-fonden har ägt aktier i tillväxtmarknader sedan 2002.

### *Tredje AP-fonden*

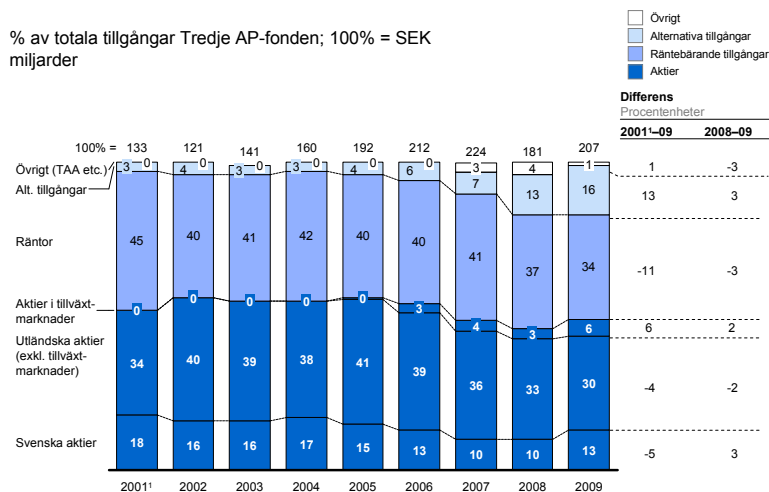
Resultatet av Tredje AP-fondens strategiska beslut uppgick under perioden 2001–2009 till 59,8 miljarder kronor före kostnader, vilket motsvarar 96 procent av fondens totala avkastning före kostnader under perioden. Från 2009 redovisar Tredje AP-fonden inte längre bidragen från långsiktiga respektive medelfristiga beslut. Under perioden 2001–2008 genererade medelfristiga beslut en miljard kronor före kostnader.

Tredje AP-fonden implementerade i början av 2010 en ny förvaltningsmodell, benämnd ”dynamisk tillgångsallokering”. I den nya modellen ligger fokus på totalportföljens avkastning och risk. Resultatet av de strategiska besluten innefattar både långsiktiga och medelfristiga beslut, vilka inte särredovisas. En av grundtankarna bakom modellen är att hantera portföljens sammansättning på ett mer dynamiskt sätt och med större självständighet för fondens vd. I samband med övergången till den nya förvaltningsmodellen övergick Tredje AP-fonden från att fatta beslut om exponering mot tillgångsslag till att styrelsen beslutar om den övergripande exponeringen mot övergripande riskklasser (t.ex. aktierisk eller inflationsrisk).

I den analys som McKinsey har genomfört av bidragen till den långsiktiga avkastningen, med uppdelning på långsiktiga och medelfristiga beslut, har McKinsey inte kunnat separera dessa från 2009, som en följd av Tredje AP-fondens nya förvaltningsmodell och redovisning. KPMG kommenterar också att Tredje AP-fondens strategiska beslut på 1–3 års sikt inte ingår i redovisningen av aktiv avkastning och endast framgår indirekt, genom att resultatet ingår i den totala avkastningen per tillgångsslag.

Figur 5.4 Tredje AP-fondens portfölj 2001–2009 (procent respektive mdkr)

Skr. 2009/10:130



1 juli 2001

Källa: McKinsey.

Tredje AP-fondens faktiska portfölj bestod vid utgången av 2009 av 49 procent svenska och utländska aktier, 34 procent räntebärande tillgångar, 16 procent alternativa tillgångar (inklusive fastigheter) och 1 procent övrigt, t.ex. exponering som uppstår till följd av aktiva placeringsbeslut. Tredje AP-fonden hade vid utgången av 2009 den jämförelsevis lägsta andelen aktier och högsta andelen alternativa tillgångar. Under 2009 har fonden ökat andelen alternativa tillgångar och aktier och minskat andelen räntor och övriga tillgångar. Sedan start märks också en ökning av alternativa tillgångar, särskilt fr.o.m. 2007, på bekostnad av framför allt räntebärande tillgångar men även aktier. Inom tillgångsslaget aktier har andelen aktier i tillväxtmarknader ökat successivt sedan de första investeringarna 2005.

Under det senaste året har Tredje AP-fonden missgynnats av en relativt låg andel aktier, i synnerhet svenska aktier, och en hög andel alternativa tillgångar. Detta har dock inte varit en långsiktig nackdel, under de förutsättningar som har varit rådande sedan 2001. Under denna tid har t.ex. alternativa tillgångar bidragit med 6,1 miljarder kronor före kostnader till fondens ackumulerade resultat.

Andelen onoterade aktier, som vid utgången av 2008 översteg den lagstadgade gränsen vid maximalt 5 procent av fondkapitalet, ligger nu åter inom den tillåtna gränsen.

#### Fjärde AP-fonden

Resultatet av Fjärde AP-fondens strategiska beslut uppgick under perioden 2001–2009 till 54,7 miljarder kronor före kostnader, vilket motsvarar 108 procent av fondens totala avkastning före kostnader under

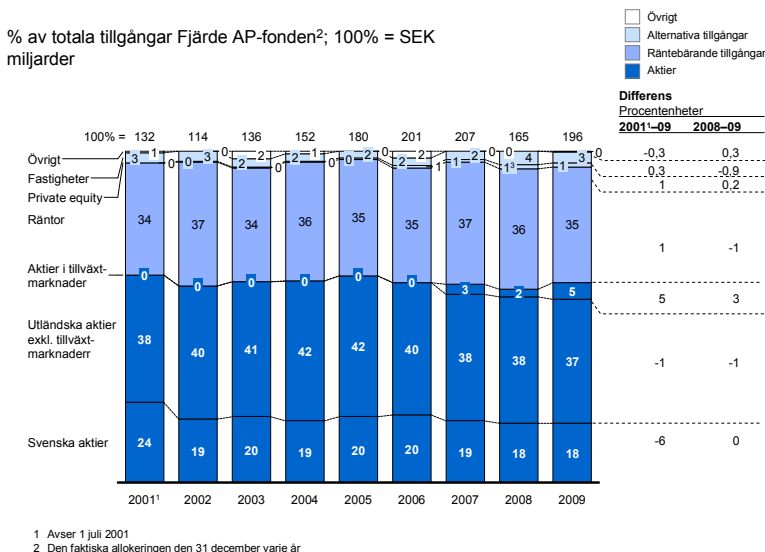
perioden. Medelfristiga beslut har bidragit med 4 miljarder kronor före kostnader.

Det förändringsarbete som Fjärde AP-fonden inledde 2007 slutfördes vid halvårsskiftet 2009. Under 2009 beslutade styrelsen att förlänga utvärderingshorisonten för fondens övergripande mål (4,5 procent real avkastning per år), från fem till tio år.

Fjärde AP-fondens investeringsstrategi bygger på allokering mellan tillgångsslag, avvägning mellan aktiv och passiv förvaltning samt avvägning mellan extern och intern förvaltning. Strategin är att ha stort fokus på de strategiska besluten om fördelning mellan tillgångar, då de förväntas ge det största bidraget till fondens totala avkastning. På lång sikt fastställer fonden en normalportfölj (40 års sikt). Med utgångspunkt i normalportföljen fastställer fonden en strategisk portfölj som beaktar rådande konjunktur och prognoser om avkastning på olika tillgångar på medellång sikt (3–5 år). Fondens löpande förvaltning sker utifrån den strategiska (medelfristiga) portföljen. Inom ramen för den operativa förvaltningen fattas också kortsiktiga, taktiska beslut om avvikelser från den strategiska portföljen. Över tid har Fjärde AP-fonden ökat fokus på medelfristiga beslut. Fjärde AP-fondens förvaltningsmodell och portföljer medger att resultatet från fondens långfristiga respektive medelfristiga beslut analyseras.

KPMG noterar att fondens kassa inte har fördelats på de olika portföljerna utan hanteras centralt, vilket kan påverka avkastning och risk för de olika portföljerna, men inte för fonden i dess helhet. KPMG betecknar detta som en smärre avvikelse från bästa praxis. KPMG gjorde motsvarande iakttagelse och bedömning föregående år.

Figur 5.5 Fjärde AP-fondens portfölj 2001–2009 (procent respektive mdkr)



Källa: McKinsey.

Som framgår av figur 5.5 bestod Fjärde AP-fondens faktiska portfölj vid utgången av 2009 av 60 procent aktier, 35 procent räntebärande tillgångar och 4 procent alternativa tillgångar (inklusive fastigheter). Bortsett från en ökning av aktier i tillväxtmarknader med 3 procentenheter är förändringarna det senaste året små. Sedan starten 2001 har framför allt andelen svenska aktier minskat, vilket skedde under 2002, och andelen aktier i tillväxtmarknader har ökat. De första investeringarna i aktier i tillväxtmarknader genomfördes 2007. Av Första–Fjärde AP-fonderna har fonden den högsta andelen aktier, och tillsammans med Andra AP-fonden den högsta andelen svenska aktier, vilket har varit gynnsamt under det senaste året.

## 5.2.2 Operativ förvaltning

**Regeringens bedömning:** Trots genomgående starka resultat 2009 är resultatet av Första–Fjärde AP-fondernas operativa förvaltning under femårsperioden 2005–2009 mindre tillfredsställande eller otillfredsställande. Första och Tredje AP-fonderna redovisar positiva resultat före kostnader av aktiv förvaltning under perioden, resultaten understiger dock rimliga mål. Andra och Fjärde AP-fondernas genomsnittliga resultat av aktiv förvaltning är negativa före kostnader.

Flera av fonderna har genomfört förändringar av sin aktiva förvaltning under 2009, som det ännu är för tidigt att utvärdera. Samtidigt kan en förskjutning av tyngdpunkten i fondernas förvaltningsmodeller från aktiv förvaltning till strategiska beslut noteras, vilket är positivt.

**Regeringens skrivelse för perioden t.o.m. 2008:** Ingen av Första–Fjärde AP-fonderna har nått målen för aktiv avkastning, vilket motiverar en genomgripande översyn från fondernas sida, var och en från sina respektive utgångspunkter. En sådan översyn har i flera fall påbörjats.

**McKinsey:** Första AP-fonden har genererat en positiv aktiv avkastning på 4,1 miljarder kronor före kostnader fr.o.m. 2005 t.o.m. september 2009. Som en del i sin nya förvaltningsmodell redovisar fonden inte längre aktiv avkastning. Andra och Fjärde AP-fonderna har under den senaste femårsperioden 2005–2009 genererat en negativ aktiv avkastning på -2,4 respektive -2,3 miljarder kronor före kostnader. Tredje AP-fonden redovisar ett resultat på 1,4 miljarder kronor före kostnader under motsvarande period.

Andra–Fjärde AP-fonderna, som redovisar aktiv avkastning för 2009, uppnådde samtliga en positiv aktiv avkastning, motsvarande mellan 1,8 och 2,9 miljarder kronor före kostnader. 2008 var utfallet det omvända och samtliga fyra fonder redovisade då en negativ aktiv avkastning. Delar av resultatet under 2009 förklaras av att fonderna beslutade att behålla aktiva positioner som utvecklades svagt 2008 och som återhämtade sig under 2009.

Som en konsekvens av förändringarna i Första–Fjärde AP-fondernas förvaltningsmodeller under 2009 är det svårt att på ett enhetligt sätt jämföra fondernas aktiva avkastning. Även KPMG bedömer att de skillnader som finns mellan fondernas förvaltningsmodeller försvårar jämförelser mellan fonderna på en annan nivå än total avkastning.

KPMG konstaterar att det finns skillnader mellan AP-fonderna i beräkning av avkastning och risk, t.ex. vad som inkluderas i beräkningen av aktiv avkastning, men att skillnaderna ryms inom begreppet god praxis.

Efter förändringarna under 2009 av fondernas förvaltningsmodeller bedöms Andra och Fjärde AP-fonderna fokusera mer på aktiv förvaltning än Första och Tredje AP-fonderna. Första AP-fonden bedriver fortfarande aktiv förvaltning, men fokus på den aktiva förvaltningen har minskat och aktiv avkastning följs inte längre upp på totalportföljen och redovisas inte externt. Första och Tredje AP-fonderna arbetar med en högre andel kapital under extern förvaltning än Andra och Fjärde AP-fonderna. Under 2009 har samtliga fonder genomfört förändringar i hur de arbetar med aktiv förvaltning genom att sänka risknivån och arbeta med mer ”långsiktig” aktiv förvaltning, dvs. behålla innehav under en längre tid och utföra färre transaktioner. Första och Andra AP-fonderna stängde under 2009 delar av sin aktiva förvaltning.

Frågan är om var och en av Första–Fjärde AP-fonderna efter förändringarna 2008 och 2009 skapat förutsättningar att långsiktigt generera positiv aktiv avkastning efter kostnader.

**Skälen för regeringens bedömning:** Trots ett starkt resultat för den aktiva förvaltningen i samtliga fonder under 2009 visar två av fonderna fortfarande ett negativt resultat för den aktiva förvaltningen under den senaste femårsperioden 2005–2009. Resultatet i Andra och Fjärde AP-fonderna bedöms som otillfredsställande. Första och Tredje AP-fonderna uppvisar ett positivt resultat före kostnader för perioden (Första AP-fonden t.o.m. september 2009). För den senaste femårsperioden uppgick den aktiva avkastningen i Första och Tredje AP-fonderna till 0,25 respektive 0,20 procentenheter per år före kostnader, vilket får bedömas som måttligt och inte heller når upp till rimliga mål med beaktande av den osäkerhet och de kostnader som är förenade med verksamheten.

Som framgick i föregående avsnitt är det i allt väsentligt de strategiska besluten som förklarar fondernas långsiktiga avkastning. Inom ramen för de förändringar som fonderna har genomfört i sina förvaltningsmodeller förefaller fokus ha ökat på de strategiska besluten. Därtill har, enligt McKinsey, risknivån i den aktiva förvaltningen minskat. Denna utveckling är i linje med regeringens tidigare iakttagelse om betydelsen av fondernas arbete med strategiska beslut och osäkerheten i resultaten för den aktiva förvaltningen. McKinsey ställer frågan om Första–Fjärde AP-fonderna med de förändringar som genomförts under 2008 och 2009 har förutsättningar att långsiktigt skapa positiv aktiv avkastning efter kostnader.

Som beskrivits tidigare år i regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet (skr. 2003/04:130 s. 40) genererar operativ förvaltning inte med någon säkerhet ett positivt resultat. Detta följer av att summan av all aktiv förvaltning, dvs. alla avvikelser från ett visst marknadsindex, per definition måste vara noll. Det finns således alltid en risk för motsatt utfall. I normalfallet kan dessa sannolikheter för positiva respektive negativa resultat antas väga lika. AP-fonderna, i likhet med andra förvaltare, har anledning att göra en kritisk bedömning av på vilka områden de har förutsättningar att överträffa marknadernas genomsnitt,



dvs. index. En sådan bedömning bör inkludera angivandet av specifika skäl som utgör grund för bedömningen att överavkastning är sannolik i det enskilda fallet och om det inte finns goda sådana skäl för att detta skall uppnås av den egna organisationen, bör det övervägas om förvaltningsuppdraget i fråga ska upphandlas externt. I AP-fondernas bedömning av förutsättningarna att uppnå en avkastning som överträffar index behöver kostnaderna för den operativa förvaltningen vägas in. Som alternativ till en aktiv förvaltning finns möjligheten att för likvida tillgångar uppnå en avkastning som motsvarar index, till låg kostnad, eftersom passiv förvaltning inte ställer några krav på resurser för analys.

KPMG noterar att redovisningen och beräkningen av aktiv avkastning skiljer sig mellan Första–Fjärde AP-fonderna. I Första AP-fonden redovisas inte avkastningen i förhållande till jämförelseindex, dvs. resultatet av aktiv förvaltning framgår inte. Fjärde AP-fonden strävar efter att renodla den redovisade aktiva avkastningen, bl.a. genom att rensa för resultateffekter som förvaltningsorganisationen inte kan styra över. Andra AP-fonden inkluderar all avkastning från likvida tillgångar i beräkningen av aktiv avkastning. Tredje AP-fonden exkluderar i likhet med Fjärde AP-fonden strategiska beslut från aktiv avkastning. Ingen metod avviker enligt KPMG från god praxis men skillnaderna illustrerar enligt vår mening vikten av att fonderna tydligt redovisar vad som ingår i beräkningen.

#### *Första AP-fonden*

I sin nya förvaltningsmodell har Första AP-fonden fokus på absolut avkastning och använder inte längre några jämförelseindex för portföljen, vilket betyder att fondens relativa avkastning inte redovisas. Första AP-fonden bedriver dock fortfarande aktiv förvaltning. Resultaten mäts per förvaltningsmandat men redovisas inte som en del av fondens resultat, i linje med fondens fokus på total avkastning.

Första AP-fondens resultat av aktiv förvaltning redovisas t.o.m. september 2009. Från och med 2005 t.o.m. september 2009 uppgick Första AP-fondens samlade resultat från aktiv förvaltning till 4,1 miljarder kronor före kostnader, eller 0,25 procent mätt som avkastning (tabell 5.3). De tre första kvartalen 2009 var resultatet för fondens aktiva förvaltning 1,5 miljarder kronor före kostnader.

I Första AP-fondens nya förvaltningsmodell ingår inte längre något separat mål för aktiv förvaltning. Detta som en konsekvens av fondens fokus på absolut, och inte relativ, avkastning. Till och med 2008 var målet 0,5 procentenheter per år. För femårsperioden 2004–2008 uppfylldes inte det dåvarande målet. För den knappa femårsperioden 2005–september 2009 uppgick fondens aktiva avkastning till 0,25 procentenheter per år före kostnader, vilket kan bedömas som mindre tillfredsställande.

**Tabell 5.3 Första AP-fondens operativa resultat 2005 till september 2009**

	2009	2008	2007	2006	2005	2005–2009
Mdkr	1,5	-1,6	1,0	1,1	2,1	4,1
Procent per år	1,00	-0,75	0,40	0,60	1,45	0,25

Not. Resultatet för 2009 avser den 1 januari–30 september.

Källa: McKinsey.

Första AP-fondens aktiva förvaltning inom den nya förvaltningsmodellen skiljer sig från tidigare genom ett färre antal transaktioner och lägre risk, dvs. positionerna ligger närmare jämförelseindex. Enligt McKinsey har Första AP-fonden fortfarande en betydande andel aktiv förvaltning.

Som konstaterats ovan bör resultatet av fondernas operativa förvaltning redovisas, oavsett metod. Att Första AP-fonden har infört mål om absolut avkastning och frångår mål för relativ avkastning på övergripande nivå, kan inte ses som motiv för att inte redovisa resultatet av verksamhet som fonden faktiskt bedriver.

#### *Andra AP-fonden*

Andra AP-fondens samlade resultat från aktiv förvaltning under femårsperioden 2005–2009 uppgick till -2,4 miljarder kronor före kostnader, eller -0,35 procentenheter per år mätt som avkastning (tabell 5.4). För 2009 var resultatet av den aktiva förvaltningen 1,8 miljarder kronor före kostnader, vilket främst förklaras av förvaltningen av svenska och globala aktier. Sedan 2009 särredovisar Andra AP-fonden resultateffekten av att implementera den strategiska portföljen, vilket betyder att detta resultat inte längre ingår i det redovisade resultatet för fondens aktiva förvaltning. Resultatet för fondens aktiva förvaltning 2009, beräknat enligt den tidigare metoden, skulle uppgå till 1,1 miljarder kronor före kostnader, dvs. 0,7 miljarder kronor mindre.

Till och med 2008 hade Andra AP-fonden ett separat mål på 0,5 procentenheter för sin aktiva förvaltning. Under 2009 beslutade styrelsen att ta bort detta separata mål, men målet ingår fortfarande i fondens övergripande mål om att på lång sikt uppnå en real avkastning på 5,0 procent per år. Fonden har endast under 2009 och andra halvåret 2001 uppnått målet på 0,5 procentenheter för fondens aktiva avkastning. Under den senaste femårsperioden var resultatet -0,85 procentenheter lägre än målet, vilket kan bedömas som otillfredsställande.

**Tabell 5.4 Andra AP-fondens operativa resultat 2005–2009**

	2009	2008	2007	2006	2005	2005–2009
Mdkr	1,8	-4,1	-0,8	0,4	0,3	-2,4
Procent per år	1,20	-1,80	-0,40	0,20	0,20	-0,35

Not. Från 2009 ändrad definition av operativt resultat, med 2008 års definition uppgick det operativa resultatet 2009 till 1,1 miljarder kronor.

Källa: McKinsey.

Andra AP-fonden genomförde under 2008 en översyn av fondens arbetssätt och beslutade att inslaget av aktiv förvaltning skulle minska fr. o.m. 2009. Under 2009 har andelen aktivt förvaltade tillgångar minskat från 90 procent till 40 procent. Under 2009 lade Andra AP-fonden också

### Tredje AP-fonden

Tredje AP-fondens samlade resultat från aktiv förvaltning under femårsperioden 2005–2009 uppgick till 1,4 miljarder kronor före kostnader, eller 0,20 procentenheter per år mätt som avkastning (tabell 5.5). För 2009 var resultatet av den aktiva förvaltningen 2,9 miljarder kronor före kostnader, vilket till två tredjedelar förklaras av fondens beslut att behålla räntebärande värdepapper förenade med kreditrisk som uppvisade ett mycket svagt resultat 2008.

Tredje AP-fondens mål för den operativa förvaltningen ingår som en del i fondens övergripande mål att långsiktigt nå en real avkastning på minst 4 procent per år. Målet är dels att fondens s.k. alfaförvaltning ska generera minst 0,5 miljarder kronor per år, dels att betaförvaltningen ska ge en avkastning som överstiger jämförelseindex med 0,05 procentenheter per år. Målen, som fastställdes 2008, utvärderas över tre år. Under 2009 genererade alfastrategier 1,1 miljarder kronor före kostnader och betaförvaltningen 1,8 miljarder kronor före kostnader.

För den senaste femårsperioden, den period som regeringen använder för utvärdering av aktiv förvaltning, kan noteras att fonden har uppnått ett positivt resultat (1,4 miljarder kronor) före kostnader. Det motsvarar 0,20 procentenheter, vilket inte når upp till fondens tidigare målsättning om 0,50 procentenheter per år. Vid bedömning av resultatet måste kostnaderna och riskerna förenade med verksamheten beaktas. Att det är risker förenade med verksamheten noteras genom variationerna i resultatet över åren. En aktiv avkastning på 0,20 procentenheter per år före kostnader bedöms som en alltför liten marginal, vilken också kan relateras till nivån i fondens tidigare mål på 0,50 procentenheter per år. Därmed bedöms resultatet från Tredje AP-fondens aktiva förvaltning under den senaste femårsperioden som mindre tillfredsställande.

**Tabell 5.5 Tredje AP-fondens operativa resultat 2005–2009**

	2009	2008	2007	2006	2005	2005–2009
Mdkr	2,9	-2,8	-0,4	-0,2	1,9	1,4
Procent per år	2,20	-1,30	-0,25	-0,15	1,25	0,20

Källa: McKinsey.

Som en följd av Tredje AP-fondens renodling av förvaltningen i s.k. alfa- och betaseparering (som beskrivs i avsnitt 4.1.3) med mål om absolut avkastning i den aktiva förvaltningen, har fonden genomfört ett ökat inslag av kapitallösa s.k. overlay-mandat (förvaltningsmandat som baseras på handel med derivatkontrakt eller finansiering av värdepappersköp genom belåning). Fonden har under 2008 avvecklat aktiv förvaltning i traditionell form och ersatt denna med sådana mandat som nyss nämnts. En effekt av detta är att den aktiva förvaltning inte längre anges som andel av förvaltad kapital. Resultatet av Tredje AP-fondens renodling av sin aktiva förvaltning är det ännu för tidigt att utvärdera.

Fjärde AP-fondens samlade resultat från aktiv förvaltning under femårsperioden 2005–2009 uppgick till -2,3 miljarder kronor före kostnader, eller -0,20 procentenheter per år mätt som avkastning (tabell 5.6). För 2009 var resultatet av den aktiva förvaltningen 1,9 miljarder kronor före kostnader, där det största bidraget på 1,1 miljarder kronor före kostnader kom från förvaltningen av räntebärande tillgångar (återhämtning av tidigare års förlust). Sedan 2008 exkluderar Fjärde AP-fonden effekten av implementeringen av den strategiska portföljen och resultatet av strategiska beslut om valutaexponeringen från resultatet av aktiv förvaltning.

Fjärde AP-fondens mål för aktiv förvaltning är att, inom ramen för fondens övergripande mål om en real avkastning på minst 4,5 procent per år, uppnå en genomsnittlig aktiv avkastning på 0,5 procentenheter per år under treårsperioden 2009–2012. Under 2009 var målet för den aktiva avkastningen 0,4 procentenheter på grund av omstrukturering av förvaltningsorganisationen. Det kortsiktiga målet för 2009 överträffade fonden med 1,0 procentenhet. Dock har fondens tidigare mål, 0,5 procentenheter per år, inte uppnåtts för något år före 2009. Resultatet för den senaste femårsperioden 2005–2009, som ligger till grund för regeringens utvärdering, bedöms alltså vara otillfredsställande.

**Tabell 5.6 Fjärde AP-fondens operativa resultat 2005–2009**

	2009	2008	2007	2006	2005	2005–2009
Mdkr	1,9	-1,1	-2,3	-0,8	0	-2,3
Procent per år	1,40	-0,50	-1,20	-0,50	0	-0,20

Källa: McKinsey.

Fjärde AP-fonden har bedrivit ett åtgärdsprogram mellan 2007 och 2009. Det är ännu för tidigt att bedöma effekterna av förändringsarbetet.

Vid utgången av 2009 förvaltade Fjärde AP-fonden 58 procent av tillgångarna aktivt jämfört med 60 procent vid utgången av 2008.

### 5.3 Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning

**Regeringens bedömning:** Sjätte AP-fondens långsiktiga avkastning når inte upp till styrelsens mål. En förklaring är genomgående svaga resultat från investeringar i tidig fas av bolagens utveckling (expansionsfas), en erfarenhet som Sjätte AP-fonden delar med andra europeiska investerare. Styrelsen har beslutat att se över och begränsa investeringar i detta segment. Beslutet kan ses som en renodling av verksamheten i enlighet med pensionssystemets intresse, vilket är positivt.

Regeringen noterar att styrelsen under 2009 har beslutat att sänka fondens mål och understryker i det sammanhanget behovet av ett mål för Sjätte AP-fonden som också lämpar sig för extern utvärdering.

**Regeringens skrivelse för perioden t.o.m. 2008:** Sjätte AP-fondens styrelse har fastställt mål för verksamheten som bör kunna läggas till grund också för extern utvärdering. Genom den försämrings som har ägt

rum under 2008 når fondens avkastning inte längre upp till målet, varken fondens totala avkastning eller den högre avkastning som härrör från investeringsverksamheten. Fondens långsiktiga resultat har därmed förändrats inom loppet av ett år. Eftersom strategiska beslut måste utvärderas över en längre horisont kan scenförändringen under 2008 inte ensam läggas till grund för ett slutligt omdöme.

En viktig orsak till att Sjätte AP-fonden inte har uppnått styrelsens mål för verksamheten synes vara fondens uthålligt svaga avkastning från placeringar i tidiga faser av bolagens utveckling (expansionsfasen). Fondens styrelse har initierat en fördjupad granskning av bakomliggande orsaker, vilket välkomnas.

**McKinsey:** Sjätte AP-fondens uppdrag är att uppnå hög avkastning med tillfredsställande riskspridning genom att investera i riskkapital främst i Sverige. Sjätte AP-fonden är också en stängd fond utan in- och utflöden. Dessa speciella förutsättningar påverkar fondens möjligheter till geografisk diversifiering och försvårar jämförelse med externa riktmärken.

Vid utgången av 2009 uppgick Sjätte AP-fondens fondkapital till 18,2 miljarder kronor. Inom fondens investeringsverksamhet förvaltades 18,6 miljarder kronor och inom internbanken -0,4 miljarder kronor. Investeringsverksamheten är i sin tur indelad i de tre marknadssegmenten mogna bolag (60 procent av kapitalet i investeringsverksamheten), expansionsbolag (29 procent) samt noterade småbolag (11 procent), inom vilka fonden gör en kombination av direktinvesteringar och investeringar via externa fonder.

Styrelsen i Sjätte AP-fonden har satt ett mål för fondens totala portfölj på riskfri ränta plus en riskpremie om 4,5 procentenheter över fem år. För investeringsverksamheten har Sjätte AP-fonden utvecklat en riskpremiemodell som specificerar det årliga avkastningsmålet för enskilda investeringar samt för de olika marknadssegmenten. Parametrarna i modellen fastställs årligen av styrelsen. Under 2009 beslutade styrelsen att ta bort det överavkastningsmål som tidigare fanns i avkastningsmålet för investeringsverksamheten. Det avkastningsmål som används i dag är identiskt med det som tidigare kallades avkastningskrav.

Sedan start 1997 har *fondens totala kapital* vuxit med 7,8 miljarder kronor, vilket motsvarar en avkastning på 4,4 procent per år. Under perioden 2003–2009, då en majoritet av fondkapitalet har varit investerat i fondens kärnverksamhet, har Sjätte AP-fondens avkastning för hela fondkapitalet uppgått till 6,6 procent per år. Det är 0,4 procentenheter lägre än fondens avkastningsmål för perioden, men högre än inkomstindex.

*Investeringsverksamheten* genererade under perioden 2003–2009 en avkastning på 9,4 procent per år. Resultatet är i hög grad drivet av marknadssegmentet mogna bolag som genererade en avkastning på 19,3 procent per år under perioden, vilket kan jämföras med avkastningen för investeringar i expansionsbolag som uppgick till -5,8 procent per år och noterade småbolag som under den period verksamheten har bedrivits (2006–2009) generat en avkastning på 10,5 procent per år.

Cirka en tredjedel av Sjätte AP-fondens kapital är investerat i expansionsbolag, segmentet har haft en negativ avkastning sedan starten 1997. Mot bakgrund av fondens resultat och erfarenheten från andra svenska och europeiska investerare är frågan om Sjätte AP-fonden bör fortsätta investera i expansionsbolag.

För att långsiktigt skapa högsta möjliga avkastning med tillfredsställande riskspridning är frågan vad Sjätte AP-fondens investeringsfokus bör vara? För att besvara frågan bedöms det vara viktigt att förstå vilka förutsättningar Sjätte AP-fonden har att långsiktigt och framgångsrikt investera i tre marknadssegment både genom direkta och indirekta investeringar samt hur ett annorlunda investeringsfokus skulle påverka fondens riskprofil. Få liknande investerare har i dag en lika bred investeringsinriktning.

**Skälen för regeringens bedömning:** Sjätte AP-fonden avviker från Första–Fjärde AP-fonderna genom fondens specialiserade uppdrag och obegränsade möjligheter att placera fondkapitalet i onoterade tillgångar. Genom en lagändring 2007 fick Sjätte AP-fonden rätten att placera en mindre andel av fondkapitalet utomlands, dock består inriktningen mot aktier som huvudsakligen ska vara svenska (prop. 2006/07:100 s. 188 f., SFS 2007:709). Sjätte AP-fondens särpräglade verksamhet, med ett betydande inslag av onoterade tillgångar som även ger möjlighet till ägande av majoritetsposter i portföljbolagen, innebär att Sjätte AP-fondens styrelse får en mer operativ roll jämfört med styrelserna i Första–Fjärde AP-fonderna. Sjätte AP-fondens operativa verksamhet, som bl.a. innefattar 350 bolag, varav ett 60-tal bolag som ägs direkt av fonden utan mellanhand, avviker betydligt från Första–Fjärde AP-fonderna som är finansiellt orienterade. Det har därmed befunnits vara mindre meningsfullt att separera strategiska beslut från operativ förvaltning i detta fall, varför Sjätte AP-fondens förvaltning utvärderas i ett sammanhang.

Sjätte AP-fonden avviker från andra riskkapitalaktörer på flera sätt – för det första genom att fonden är sluten och således förvaltar erforderlig likviditetsreserv inom ramen för fondens egen balansräkning, för det andra genom att fonden finansierar egna investeringar med eget kapital och således inte själv utnyttjar belåning samt, för det tredje, genom att huvuddelen av investeringarna har begränsats till hemmamarknaden. Dessa begränsningar är givna av regelverkets utformning och har konsekvenser för fondens totala avkastning och dess variation över tid, dvs. risk.

Sjätte AP-fonden inledde den egentliga investeringsverksamheten 1997. Under de första åren arbetade fonden med börsindex som mål. Sedan 2003 har Sjätte AP-fonden arbetat med ett absolut mål för avkastning, mot bakgrund av att investeringsverksamheten sedan dess har utgjort fondens huvudsakliga verksamhet. Sjätte AP-fonden anser att fonden har arbetat under jämförbara förutsättningar fr.o.m. 2003 men att även den längre perioden sedan fondens start 1997 kan användas som grund för utvärdering av verksamheten. I det längre tidsperspektivet betonar Sjätte AP-fonden att det kan finnas behov av att exkludera likviditetshanteringen för att förbättra möjligheten till jämförbarhet med andra aktörer.

Bristen på naturliga jämförelsenormer skärper behovet av att styrelsens mål, förutom funktionen som internt styrinstrument, kan bidra till en rättvisande utvärdering av verksamheten. Vi bedömde i fjol att det mål som då hade fastställts av fondens styrelse föreföll kunna användas för detta syfte. Under 2009 beslutade styrelsen att ta bort det överavkastningsmål som tidigare fanns i avkastningsmålet, dvs. skillnaden mellan avkastningsmålet och avkastningskravet. I praktiken får ändringen betecknas som en sänkning av fondens avkastningsmål. Det är en obesvarad fråga om det nya, lägre målet också är en lämplig norm för extern utvärdering. Målet bör utformas i enlighet med gängse branschpraxis, med beaktande av Sjätte AP-fondens uppdrag och struktur. För att möjliggöra en extern bedömning av målet bör en närmare motivering lämnas, förslagsvis i fondens egen utvärdering av verksamheten 2010.

Sjätte AP-fondens totala avkastning uppgick till 6,6 procent per år under perioden 2003–2009, vilket inte når upp till styrelsens mål på 7,0 procent per år (tabell 5.7). Avkastningen överstiger däremot inkomstindex. Med beaktande av fondens verksamhet kan den fortfarande förhållandevis korta perioden sedan 2003 inte läggas till grund för en slutlig utvärdering av fondens långsiktiga avkastning. Fonden har ett betydande innehav av onoterade tillgångar, för vilka investeringshorisonten generellt är längre och där värdet av gjorda investeringar fullt ut blir synligt först i samband med avyttring.

Sedan fonden bildades 1997 uppgår den totala avkastningen till 4,4 procent per år, vilket överträffar inkomstindex men når inte upp till fondens mål så som det har beräknats i efterhand.

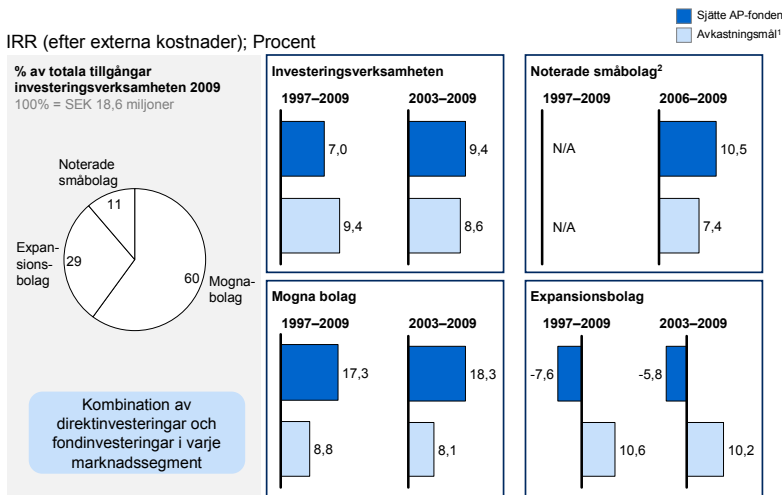
**Tabell 5.7 Sjätte AP-fondens totala avkastning efter kostnader (procent per år)**

	1997–2009	2003–2009
<b>Sjätte AP-fonden</b>	<b>4,4</b>	<b>6,6</b>
Jämförelsenormer:		
Fondens mål	7,6	7,0
Inkomstindex	3,2	4,0
Svenska småbolag	-	17,3

Not. Fondens mål fastställdes 2003, målet för perioden 1997–2009 har uppskattats utifrån detta mål.

Källa: McKinsey.

Investeringsverksamheten innehåller betydande innehav av onoterade aktier. Enligt branschpraxis beräknas avkastningen för onoterade aktier som en genomsnittlig avkastning sedan tidpunkten för den första investeringen, med hänsyn tagen till vid var tid investerade belopp (faktaruta 5.2). Avkastningen för investeringsverksamheten, beräknad enligt denna metod, uppgick sedan 1997 till 7,0 procent per år efter externa förvaltningsavgifter, vilket överstiger fondens totala avkastning med viss marginal men understiger målet för verksamheten med 2,4 procentenheter per år, som det kan beräknas i efterhand (figur 5.6). För den kortare perioden sedan 2003, däremot, överträffar avkastningen i investeringsverksamheten fondens mål med 0,8 procentenheter per år.



1 Avkastningsmål: Riskfri ränta + Saktorbeta \* Marknadens riskpremie + faspåslag. År 2009 ändrades definitionen på avkastningsmål till att inte innehålla någon överavkastning  
2 Noterade småbolag adderades till Sjätte AP-fondens investeringsportfölj vid utgången 2005

Källa: McKinsey.

Som framgår av figur 5.6 är avkastningen för investeringsverksamhetens olika segment mycket olika. Avkastningen från investeringar i mogna bolag har varit mycket god, både i absoluta tal och jämfört med fondens mål. Avkastningen har både under perioden 2003-2009 och från fondens start överträffat målet med betydande marginal. Sedan 1997 uppgår det ackumulerade resultatet för segmentet till 8,0 miljarder kronor före kostnader. Under samma tid har fondkapitalet vuxit med 7,8 miljarder kronor. Utvecklingen inom fondens investeringar i bolag som befinner sig i expansionsfas, däremot, har bidragit negativt till fondens långsiktiga avkastning, både under den senaste sjuårsperioden och sedan start. Mot bakgrund av den svaga avkastningen har styrelsen under 2009 genomfört en fördjupad analys av investeringarna inom detta segment och beslutat att fokusera på att synliggöra värden i fondens nuvarande investeringar, för att successivt under en femårsperiod utvärdera sitt fortsatta engagemang.

Erfarenheten av investeringar i bolag som befinner sig i expansionsfas (venture capital) är inte unik för Sjätte AP-fonden. En motsvarande negativ utveckling kan noteras på den svenska och den europeiska marknaden, till skillnad från den amerikanska marknaden. Mot bakgrund av Sjätte AP-fondens hittillsvarande resultat är det positivt att styrelsen vidtar åtgärder och närmare följer upp utvecklingen, med inriktning mot att se över och begränsa investeringar i tidig fas.

I slutet av 2005 etablerades ett nytt segment inom investeringsverksamheten – noterade småbolag (figur 5.6). Avkastningen i detta segment uppgår under perioden 2006-2009 till 10,5 procent och överträffar därmed fondens avkastningsmål med 3,1 procentenheter per år. Perioden är dock alltför kort för att möjliggöra slutsatser. Behovet av långsiktighet illustreras av att avkastningen för perioden 2006-2008



uppgick till 3,1 procent per år, dvs. betydligt lägre än fondens dåvarande mål på 8,7 procent per år. Det förbättrade resultatet under 2009 förklaras av den starka utvecklingen på den svenska aktiemarknaden, inte minst för småbolag.

Skr. 2009/10:130

KPMG noterar att Sjätte AP-fonden utnyttjar olika typer av avkastningsberäkningar, där framför allt avkastningen för fonden som helhet är beräknad på ett sätt som möjliggör jämförelser (en s.k. tidsvägd avkastning). Avkastning per affärsområde baseras på genomsnittligt förvaltad kapital under året, vilket utgör ett mindre vanligt mått på avkastning som i sin tur försvårar jämförelser med andra aktörer. KPMG anser dock att redovisad avkastning inte avviker substantiellt från bästa praxis.

KPMG noterar också att riskpremiemodellen har ett begränsat värde i en kortsiktig utvärdering av fondens resultat, eftersom modellen innehåller subjektiva och konjunktur känsliga inslag. I utvärderingen av AP-fondernas verksamhet används en längre tidshorisont och riskpremiemodellen som grund för styrelsens mål bedöms därmed i detta avseende vara relevant. De flesta mål torde innehålla konjunktur känsliga inslag varför det inte betraktas som ett uppenbart problem här.

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

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

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

### 5.4 Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning

#### 5.4.1 Strategiska beslut

**Regeringens bedömning:** Premiesparfondens långsiktiga avkastning sedan 2001 är i nivå med den genomsnittligt valda fonden i premiepensionssystemet (PPM-index), medan Premievalsfondens långsiktiga avkastning är sämre. Ingen av fonderna har nått styrelsens mål under någon av de senaste femårsperioderna, varför resultatet

**Regeringens skrivelse för perioden t.o.m. 2008:** Premiesparfondens långsiktiga avkastning har försämrats men ligger alltjämt i linje med den genomsnittligt valda fonden i premiepensionssystemet (PPM-index). Styrelsens mål har inte uppnåtts under den senaste femårsperioden, varför resultatet kan bedömas vara mindre tillfredsställande. Den främsta orsaken är ett svagt operativt resultat.

**McKinsey:** Sjunde AP-fondens uppdrag är att förvalta Premiesparfonden och Premievals-fonden i enlighet med de regler som gäller för privata värdepappersfonder och fondbolag som deltar i förvaltningen av premiepensionsmedel. Uppdraget är även att förvalta Premiesparfonden till en lägre risk än vad privata alternativ innebär, vilket Sjunde AP-fondens styrelse har tolkat i termer av volatiliteten i avkastningen. Utifrån uppdraget har fondens styrelse fastställt målen att avkastningen för Premiesparfonden minst ska motsvara PPM-index under löpande femårsperioder och att avkastningen för Premievals-fonden minst ska motsvara PPM-index plus 0,35 procent under löpande femårsperiod.

Varken Premiesparfonden eller Premievals-fonden har nått sina mål under de tre senaste femårsperioderna. Premiesparfonden genererade 2005–2009 i genomsnitt 2,2 procent lägre avkastning än PPM-index per år och Premievals-fonden genererade 1,6 procentenheter lägre avkastning än PPM-index per år (1,95 procent lägre än sitt mål). En viktig källa till de båda fondernas svaga utveckling jämfört med PPM-index är fondernas negativa aktiva avkastning.

I maj 2010 förändras Sjunde AP-fondens uppdrag inom ramen för förändringar i premiepensionssystemet. De nuvarande fonderna kommer att läggas ner och två nya fonder inrättas, en aktiefond och en räntefond, med vilka sex nya produkter kommer att erbjudas. Frågan är vilka krav den nya förvaltningsmodellen ställer på Sjunde AP-fonden för att vara framgångsrik och vilka krav som ställs på uppföljning och styrning av fondens verksamhet. Nya relevanta mål och riktmärken behöver sättas för att kunna följa upp fondens förvaltning av de nya produkterna.

**Skälen för regeringens bedömning:** Sjunde AP-fonden förvaltar två fonder inom premiepensionssystemet, varav Premiesparfonden intar en särställning. Till denna förs premiepensionsmedel för premiepensions-sparare som inte har valt någon annan fond. Vid utgången av 2009 motsvarade Premiesparfonden 26,4 procent av det totala premiepensions-kapitalet och var systemets klart största fond med drygt 2,5 miljoner andelsägare. Premievals-fonden, däremot, är en valbar fond som konkurrerar fritt med privata alternativ inom premiepensionssystemet. Vid utgången av 2009 motsvarade Premievals-fonden 0,7 procent av premiepensionskapitalet med 94 482 andelsägare, vilket placerade Premievals-fonden som nummer 26 bland systemets knappt 780 valbara fonder. Sedan 2000 har Premiesparfondens och Premievals-fondens andelar av totala premiepensionskapitalet minskat med 3,5 procent-enheter. Detta är bl.a. en följd av att premiepensionssparare som gör aktiva val i genomsnitt har högre pensionsrätter och att de som byter från

Premiesparfonden har högre premiepensionskapital än de som väljer att ligga kvar. Skr. 2009/10:130

Sjunde AP-fondens uppdrag är att uteslutande förvalta premiepensionsmedlen i pensionspararnas intresse, med målet att uppnå en långsiktig hög avkastning till låg risk. Kravet på låg risk gäller inte för Premievals-fonden. Sjunde AP-fondens styrelse har fastställt att fondens övergripande mål ska vara att avkastningen för Premiesparfonden över rullande femårsperioder ska överträffa genomsnittet av alla fonder som kan väljas aktivt i premiepensionssystemet (PPM-index) och att detta ska ske till lägre risk. Målet för Premievals-fonden är att avkastningen ska överträffa PPM-index med 0,35 procentenheter per år.

**Tabell 5.9 Sjunde AP-fondens avkastning i förhållande till PPM-index (procent per år)**

	Premiesparfonden		Premievals-fonden	
	2005–2009	2001–2009	2005–2009	2001–2009
Fondavkastning	4,5	0,7	5,1	0,2
PPM-index	6,7	0,6	6,7	0,6
Differens	-2,2	0,1	-1,6	-0,4

Not. Avkastningen är beräknad efter kostnader enligt "NAV-kursmodellen", vilket innebär att avkastningen har justerats för fondernas bruttoavgift.

Källa: McKinsey.

Under femårsperioden 2005–2009 uppgick avkastningen för Premiesparfonden till 4,5 procent per år (tabell 5.9), vilket är en tydlig förbättring jämfört med föregående år när avkastningen för den senaste femårsperioden var 0,3 procent per år. Avkastningen var dock klart sämre än PPM-index under båda perioderna, differensen uppgick 2005–2009 till -2,2 procentenheter per år. Styrelsens mål om en avkastning som minst ska motsvara PPM-index över rullande femårsperioder har således inte uppnåtts. När det gäller kravet på låg risknivå i Premiesparfonden har styrelsen gjort följande tolkning. Risken i fonden ska vara lägre än genomsnittet för samtliga fonder som kan väljas aktivt i premiepensionssystemet och risk har definierats som volatiliteten i avkastningen. Sjunde AP-fonden utvärderar målet om risk baserat på det antal år som Premiesparfondens volatilitet understigit genomsnittet i PPM-index. Med hänvisning till att så skett under tre av de senaste fem åren (åren 2005–2007) anser Sjunde AP-fonden att målet är uppfyllt. McKinsey, däremot, redovisar volatiliteten i Premiesparfonden under hela femårsperioden och konstaterar att den överstigit volatiliteten i PPM-index. McKinsey kompletterar analysen med en jämförelse med premiepensionssystemets fem största fonder under de två åren 2008 och 2009 när Premiesparfondens risk var högre än PPM-index. Under båda åren hade Premiesparfonden en lägre volatilitet än de fem största fonderna.

Det är tveksamt om PPM-index är ett rättvisande sätt att mäta den genomsnittliga risken i samtliga valbara fonder, eftersom det uppstår avsevärda diversifieringseffekter mellan de knappt 780 valbara fonderna i premiepensionssystemet. Ett alternativt sätt skulle vara en jämförelse med medianfonden, i termer av volatilitet. Denna uppgift saknas dock för närvarande.

Avkastningen för Premievals-fonden under perioden 2005–2009 uppgick till 5,1 procent per år, vilket var 1,6 procentenheter sämre än PPM-index per år (tabell 5.9). Marginalen mot PPM-index har minskat under det senaste året (skillnaden var -2,5 procentenheter per år 2004–2008) men är fortfarande betydande. Skillnaden i förhållande till målet att överträffa PPM-index med 0,35 procentenheter är dessutom större (1,95 procentenheter per år).

En viktig förklaring till fondernas svaga resultat i förhållande till PPM-index är resultaten från fondernas operativa förvaltning (se nästa avsnitt).

Det är inte klart vilken period som ska anses vara lämplig vid utvärdering av strategisk måluppfyllelse, bortsett från att den bör vara längre än den femåriga horisont som regeringen tillämpar vid utvärdering av operativ förvaltning. Sjunde AP-fondens styrelse har likväl valt den femåriga horisonten även för det strategiska målet, vilket kan ha fördelen att underlätta kommunikationen med fondens intressenter. Emellertid riskerar den att bli alltför kort i förhållande till strategins egentliga syfte, att tillförsäkra andelsägarna en så bra pension som möjligt i förhållande till risken i placeringarna.

I ett längre perspektiv, sedan utgången av 2000, motsvarar avkastningen i Premiesparfonden alltför lågt PPM-index (0,1 procentenheter bättre än PPM-index per år). Premievals-fonden har ett sämre resultat även under den längre perioden, fondens avkastning understiger PPM-index med 0,4 procentenheter per år (dvs. 0,75 procentenheter per år sämre än styrelsens mål).

#### 5.4.2 Operativ förvaltning

**Regeringens bedömning:** Trots en återhämtning under 2009 är resultatet av Sjunde AP-fondens operativa förvaltning fortfarande otillfredsställande. Ett förändringsarbete i syfte att renodla förvaltningen har slutförts under 2009, som det dock är för tidigt att utvärdera.

**Regeringens skrivelse för perioden t.o.m. 2008:** Genom ett mycket svagt utfall 2008 har det skett en påtaglig försämring av det ackumulerade resultatet av Sjunde AP-fondens operativa förvaltning. Genom finanskrisens effekter har även passiv förvaltning visat sig kunna ge upphov till betydande förluster. Sjunde AP-fonden har initierat en översyn av den operativa förvaltningen, vilket är tillfredsställande.

**McKinsey:** Både Premiesparfonden och Premievals-fonden har genererat negativ aktiv avkastning under de tre senaste femårsperioderna. Premiesparfonden genererade 2009 en aktiv avkastning på 0,12 procentenheter men över perioden 2005–2009 har fonden igenomsnitt uppvisat en aktiv avkastning på -1,16 procentenheter per år, vilket i hög grad förklaras av resultatet 2008. Premievals-fonden genererade under 2009 en aktiv avkastning på 6,73 procentenheter. Trots den höga avkastningen 2009 har Premievals-fonden uppvisat en genomsnittlig aktiv avkastning för perioden 2005–2009 på -0,76 procentenheter per år, även här drivet av resultatet under 2008.

Den aktiva avkastningen för båda fonderna under 2008 och 2009 förklaras i hög utsträckning av investeringar i strukturerade produkter

med exponering mot tillväxtmarknader, vilka också visade sig medföra en exponering mot kreditrisk avseende produkternas emittenter. Produkterna bidrog starkt negativt under 2008 men har under 2009 återhämtat sig. Under 2009 slutförde Sjunde AP-fonden den s.k. alfa- och betasepareringen som påbörjades under 2008 (se beskrivning under avsnitt 4.3).

Mot bakgrund av resultatet under de senaste femårsperioderna och de genomförda förändringarna är frågan om Sjunde AP-fonden har förutsättningar att långsiktigt skapa aktiv avkastning efter kostnader.

**Skälen för regeringens bedömning:** Sjunde AP-fondens operativa förvaltning utvärderas på motsvarande sätt som Första-Fjärde AP-fonderna, dvs. med hjälp av fondernas avkastning i förhållande till jämförelseindex, mätt över en femårsperiod. Sjunde AP-fondens styrelse har fastställt målet att fondernas aktiva avkastning ska bidra till det övergripande målet med 0,5 procentenheter per år, vilket också utvärderas över en femårsperiod.

Styrelsens mål för aktiv förvaltning har varken av Premiesparfonden eller Premievals-fonden uppnåtts under femårsperioden 2005–2009 (tabell 5.10). Resultatet är i hög grad drivet av resultatet 2008.

**Tabell 5.10 Sjunde AP-fondens avkastning före kostnader i förhållande till jämförelseindex 2005–2009 (procent per år)**

	2009	2008	2007	2006	2005	2005–2009
Premiesparfonden	0,12	-3,96	-0,23	0,09	0,62	-1,16
Premievals-fonden	6,73	-5,63	0,29	0,16	0,94	-0,76

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

Källa: McKinsey.

Sjunde AP-fondens förvaltningsstrategi är att förvalta tillgångarna med ett stort inslag av extern och indexnära (passiv) förvaltning. En del av fondkapitalet förvaltas dock aktivt, främst genom kapitallösa mandat baserade på aktier och valuta. Vid utgången av 2009 förvaltades 38 procent av fondkapitalet i Premiesparfonden aktivt och 57 procent i Premievals-fonden.

Resultaten för fondernas operativa förvaltning under 2008 och 2009 har påverkats av särskilda omständigheter. Den första är Sjunde AP-fondens investeringar i strukturerade produkter med exponering mot tillväxtmarknader. Syftet med investeringarna var från Sjunde AP-fondens sida att åstadkomma en kostnadseffektiv exponering mot framför allt tillväxtmarknader. Under finanskrisen uppstod dock betydande förluster i dessa placeringar på grund av marknadens värdering av emittenternas kreditrisk. Under 2009 har värderingen av de strukturerade produkterna återhämtats. Effekten är större i Premievals-fonden än i Premiesparfonden. Som noterades i förra årets utvärdering är Sjunde AP-fonden inte ensam om att i finanskrisens spår råka ut för den här typen av effekter. Däremot ansågs det vara mer anmärkningsvärt att en så pass stor exponering tagits mot samma typ av instrument (tio procent av fondkapitalet i Premiesparfonden och 20 procent av kapitalet i Premievals-fonden).

Den andra faktorn som kan belysas är bidraget till resultatet för aktiv förvaltning från investeringar i riskkapitalfonder (private equity). Till

aktiv förvaltning hänförs vanligtvis likvida tillgångar som regelbundet omsätts på en marknad. Riskkapitalfonder värderas vanligen två till fyra gånger per år. Eftersom Premiesparfonden och Premievals-fonden handlas dagligen värderas investeringarna i riskkapitalfonder däremellan med hjälp av en schablonmetod mellan dessa värderingstillfällen.

Premiesparfondens aktiva avkastning 2009 på 0,12 procentenheter förklaras av ett bidrag på 2,1 procentenheter från strukturerade produkter mot tillväxtmarknader och -2,0 procentenheter från riskkapitalfonder. Premievals-fondens aktiva avkastning 2009 på 6,73 procentenheter förklaras av ett bidrag på 8,0 procentenheter från strukturerade produkter mot tillväxtmarknader och -1,5 procentenheter från riskkapitalfonder. Det kan således noteras att resultatet från Sjunde AP-fondens aktiva förvaltning i hög grad påverkats av effekter som normalt inte ingår i den aktiva förvaltningen.

Sjunde AP-fonden har under 2009 i princip slutfört arbetet med att ersätta traditionella mandat för aktiv förvaltning med en kombination av kostnadseffektiv passiv förvaltning och renodlat aktiva mandat som inte får tillgodogöra sig marknadens underliggande utveckling utan måste prestera ett positivt resultat i kronor och ören. Vid utgången av 2009 fanns ett traditionellt mandat kvar, i vilket investeringar sker i underliggande tillgångar. Det bör vara angeläget att verksamheten renodlas och att inslaget av aktiv förvaltning granskas kritiskt, bl.a. mot bakgrund av fondens historik.

## 5.5 Övriga förvaltningsfrågor

**Regeringens bedömning:** Första–Fjärde AP-fonderna bör, såsom konstaterades förra året, vidareutveckla sin värdegrund i arbetet med miljö och etik. Det finns också skäl att upprepa betydelsen av trovärdighet – som är en förutsättning för allmänhetens förtroende – och de krav på bl.a. öppenhet från fondernas sida som detta medför.

Den bolagsstyrning som bedrivs av Första–Fjärde AP-fonderna bedöms fungera väl, jämfört med ett urval av svenska och utländska pensionsbolag och pensionsfonder.

Ersättningar till anställda i AP-fonderna bedöms, med något undantag, vara i linje med regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare. Regeringen konstaterar att fonderna, i rollen som ägare av börsbolag, har vidtagit åtgärder med anledning av regeringens riktlinjer men att fonderna har agerat för ersättningsvillkor som inte är i enlighet med dessa riktlinjer.

Första–Fjärde AP-fonderna har inlett ett samarbete för att sänka fondernas administrativa kostnader, i enlighet med det utrymme som lämnas av lag och förarbeten. Resultaten av samarbetet bör redovisas så snart som möjligt.

**Regeringens skrivelse för perioden t.o.m. 2008:** Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna har genomfört riktlinjerna för miljö och etik på ett bra sätt. Det hindrar inte att arbetet med miljö och etik kan utvecklas

ytterligare, bl.a. genom en tydligare värdegrund som lämpligen utformas med stöd av det för Första–Fjärde AP-fonderna gemensamma Etikrådet.

Riktlinjerna för miljö och etik är emellertid inte ensamt avgörande för att upprätthålla allmänhetens förtroende för verksamheten. AP-fonderna har därför, i likhet med andra institutionella investerare, skäl att närmare uppmärksamma också andra förutsättningar som främjar trovärdighet och, i förlängningen, förtroende, bl.a. kompetens, öppenhet och integritet.

Ersättningsvillkor har viktiga förtroendedimensioner. Regeringen har funnit det lämpligt att fastställa särskilda riktlinjer för AP-fondernas styrelser i frågor som rör anställningsvillkor.

AP-fonderna ska vara inbördes oberoende och konkurrera med varandra när det gäller placeringsverksamheten. Det utesluter inte samarbete inom andra områden, med syfte att sänka kostnaderna. Första–Fjärde AP-fonderna, i första hand, bör inleda ett gemensamt arbete för att närmare undersöka inom vilka områden som kostnader för bl.a. IT och administration kan sänkas genom samarbete, i enlighet med lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och dess förarbeten. Det är angeläget att de möjligheter till samarbete som lagen medger också utnyttjas, till nytta för pensionssystemet.

**McKinsey:** Första–Fjärde AP-fonderna tillhör kategorin institutionella investerare som placerar i globala aktier och som äger mindre andelar av aktierna i noterade bolag. Denna kategori av investerare fokuserar på bolagsstyrning och socialt ansvarsfulla investeringar genom att delta i valberedningar, rösta vid bolagsstämmor, bedriva dialog med bolagen och genom att samarbeta med andra marknadsaktörer. I jämförelse med andra liknande pensionsfonder äger AP-fonderna i allmänhet mindre andelar av den inhemska aktiemarknaden. AP-fonderna omges också av fler regler som begränsar ägandet. Ett undantag är norska Statens Pensionsfond – utland (SPU) som är uttryckligen förhindrad att investera på hemmamarknaden.

McKinsey drar slutsatsen att Första–Fjärde AP-fondernas bolagsstyrning fungerar väl, både jämfört med svenska pensionsbolag och jämfört med utländska pensionsfonder. AP-fonderna har väl utvecklade policyer, både för miljö och etik och för bolagsstyrning. Bolagsstyrning bedrivs i en omfattning som inte skiljer sig väsentligt, varken mellan AP-fonderna själva eller i förhållande till de svenska pensionsbolag eller utländska pensionsfonder som utgjort jämförelsenorm vid granskningen.

Första–Fjärde AP-fonderna använder arbetssätt och verktyg som är lämpade för en institutionell investerare med deras profil. De resurser som läggs på bolagsstyrning motsvarar 2–3 heltidstjänster, vilket kan jämföras med 1–2 heltidstjänster vid Alecta och AMF. Motsvarande resurser vid utländska pensionsfonder varierar mellan 4 och 20 anställda. Mätt i förhållande till förvaltad kapital har dock Första–Fjärde AP-fonderna fler anställda som arbetar med bolagsstyrning.

Första–Fjärde AP-fonderna, liksom Alecta och AMF, fokuserar på direkt röstning i ett begränsat antal bolag med fysisk närvaro på bolagsstämmor på hemmamarknaden. AP-fonderna, liksom Alecta, röstar även indirekt i utländska bolag genom en röstningsplattform. Det innebär att Första–Fjärde AP-fonderna under stämmsäsongen 2009 röstade för

8–18 procent av aktieinnehaven, medan utländska pensionsfonder ofta röstar för närmare 100 procent av innehaven, dock främst indirekt.

Första–Fjärde AP-fonderna arbetar gemensamt med frågor som rör miljö och etik genom Etikrådet som bildades 2007. Det innebär att fonderna gemensamt identifierar brott mot fondernas riktlinjer för miljö och etik och följer upp sådana avvikelser genom dialog med berörda bolag med syfte att få till stånd en förändring. Om detta inte ger resultat fattar respektive fond individuellt beslut om försäljning av bolagets aktier, på basis av en rekommendation från Etikrådet. Under de senaste fem åren har Första–Fjärde AP-fonderna uteslutit tio bolag, vilket är jämförbart med AMF, holländska ABP eller franska FRR, men mindre än danska ATP och norska SPU som har uteslutit 20 respektive 40 bolag.

**Ernst & Young:** AP-fondernas revisorer har haft Finansdepartementets uppdrag att granska AP-fondernas riktlinjer för ersättningar till ledande befattningshavare, vilket inkluderade en bedömning av hur riktlinjerna har genomförts. Revisorerna har granskat fondernas organisation för och dokumentation av ersättningsfrågor, fondernas egna riktlinjer, ersättningar till ledande befattningshavare och andra anställda, styrelsens övergripande bedömning av ersättningarnas förenlighet med regeringens riktlinjer, fondernas ägarpolicyer samt lämnade upplysningar i fondernas årsredovisningar.

Revisorerna bedömer att AP-fonderna successivt har anpassat sin ersättningspolicy till regeringens riktlinjer, med undantag för Sjätte AP-fonden som har beslutat att genomföra anpassningen successivt under 2009 och 2010. Fondernas avtal med ledande befattningshavare har omförhandlats med vissa undantag som har motiverats i fondernas årsredovisningar. Första och Andra AP-fonderna har bedömt att tidigare gällande avtal med ledande befattningshavare om 12 månaders uppsägningstid skulle bli alltför dyra att omförhandla. Sjätte AP-fonden menar att 12 månaders uppsägningstid för ledande befattningshavare, som inte har rätt till avgångsvederlag, innebär en lägre sammanlagd kostnad för fonden än sex månaders uppsägningstid som kombineras med 18 månader avgångsvederlag, vilket däremot skulle vara förenligt med regeringens riktlinjer.

Eftersom regeringens riktlinjer ger AP-fonderna en möjlighet att avvika från riktlinjerna i förhållande till bolag som fonden äger, om detta kan bedömas vara till fördel för fonden, anser revisorerna att fondernas ägarpolicyer inte står i direkt strid med regeringens riktlinjer.

## Skälen för regeringens bedömning

### *Fondernas riktlinjer för miljö och etik*

I fjolårets skrivelse redovisades resultatet av en genomgripande utvärdering av Första–Fjärde och Sjunde AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik i form av ett betänkande som har lagts fram av kommittén om AP-fondernas etik- och miljöansvar (SOU 2008:107). Finansutskottet uttalade hösten 2009, i samband med utskottets behandling av skrivelsen, att regeringen borde undersöka möjligheten att ta fram metoder för en återkommande utvärdering av fondernas arbete med riktlinjer för miljö



och etik i den årliga skrivelsen (bet. 2009/10:FiU6). Att fondernas arbete med miljö och etik ska utvärderas regelbundet var för övrigt ett av kommitténs förslag. I det följande redovisas metoder för en sådan återkommande utvärdering. Förslagen kan sammanfattas enligt följande:

AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik motiveras av kravet att uppbära allmänhetens förtroende. Förväntade svårigheter att få till stånd en rättvisande och allsidig bedömning av dessa frågor utgjorde motiv för att den under 2008 genomförda utvärderingen hade formen av en offentlig utredning. En sådan utredning bör inte initieras innan den föregående har förlorat i aktualitet eller relevans. Under tiden till dess en ny större utvärdering genomförs bör identifierade brister följas upp och, vid behov, särskilda frågor analyseras. Metodiken kan sammanfattas enligt följande:

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

Förväntade svårigheter att få till stånd en rättvisande och allsidig utvärdering av AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik motiverade att den under 2008 genomförda utvärderingen fick formen av en offentlig utredning. En sådan utredningen kan inte upprepas alltför ofta. Detta bör inte heller vara motiverat, under förutsättning att den utvärdering som har genomförts fortsätter att vara relevant. Inget tyder på att utredningen har förlorat i aktualitet. Det återstår också förslag som ännu inte har genomförts fullt ut. Utvärderingar av denna omfattning bör därför förekomma endast med längre tids mellanrum. Däremellan är det lämpligt att bevaka fondernas uppföljning av förslag som kan genomföras direkt, inom ramen för gällande regelverk. Det kan också vara lämpligt att, i relevanta fall, uppmärksamma konkreta exempel som innebär att allmänhetens förtroende för fondernas verksamhet har prövats och att granska dessa i ljuset av utredningens bedömningar.

Bland utredningens förslag som kan genomföras inom ramen för gällande regelverk ingick följande rekommendationer:

- fondernas arbetssätt, organisation och kommunikation bör utformas med ledning av faktorer som främjar fondernas trovärdighet och – i förlängningen – förtroende,
- utveckla och tydliggör den värdegrund som ska ligga till grund för verksamheten,
- miljö och etik hanteras bäst genom att integreras i den löpande analysen och förvaltningen,
- miljö och etik kan integreras med fondernas ägarpolicyer,

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

Ett antal av utredningens förslag har fonderna genomfört. I enlighet med sista punkten ovan finns det skäl att återkomma i samband med de årliga utvärderingarna till hur fonder har hanterat dessa förslag. Detta blir delvis beroende av vilket underlag som föreligger vid utvärderingstillfället. Denna gång uppmärksammas två faktorer som lyftes fram som särskilt betydelsefulla i förra årets utvärdering, dels förslaget om en utvecklad och förbättrad värdegrund, dels behovet av trovärdighet som en förutsättning för allmänhetens förtroende. Fondernas hantering av ersättningsvillkor i portföljbolagen behandlas i avsnittet nedan om regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna.

Fonderna har valt att tolka internationella konventioner som Sverige har undertecknat som ett uttryck för statens värdegrund (Etikrådets årsrapport 2009 s. 7). Detta är emellertid endast delvis korrekt eftersom konventionerna inte sällan är ett uttryck för politiska kompromisser. Det faktum att en konvention har undertecknats av Sverige behöver inte innebära att konventionen fullt ut motsvarar statens värdegrund. Det kan däremot inte bestridas att konventionerna är en utmärkt grund för samverkan med andra institutionella investerare. Konventionsgrunden bör därför inte ersättas, utan endast kompletteras av en övergripande värdegrund som vid behov kan läggas till grund för kommunikation med allmänheten. Regeringen uttalade för ett år sedan att AP-fonderna, inom ramen för Etikrådet, bör utveckla en gemensam värdegrund enligt kommitténs förslag och att Sjunde AP-fonden kunde involveras i arbetet. Denna bedömning kvarstår.

Kravet att fonderna ska upprätta riktlinjer för miljö och etik i placeringsverksamheten motiveras av behovet att uppbära allmänhetens förtroende (prop. 1999/2000:46 s. 76 f.). Detta bör också vara utgångspunkten för regeringens utvärdering. De krav som kan ställas på fondernas riktlinjer för miljö och etik är att de ska bidra till att upprätthålla trovärdigheten för fondernas verksamhet, vilket i sin tur är en förutsättning för förtroende. Å andra sidan klargjorde kommittén att också fondernas arbetsätt, organisation och kommunikation har betydelse för trovärdigheten och, i förlängningen, allmänhetens förtroende. Detta gällde mer precisat frågor om kompetens, öppenhet, integritet och välvilja (skr. 2008/09:130 s. 76 f.). Bland dessa faktorer finns det skäl att något uppehålla sig vid kravet på öppenhet.

Mot bakgrund av AP-fondernas offentliga uppdrag och roll inom pensionssystemet är det önskvärt att fonderna tillhandahåller rättvisande information om sin verksamhet och sitt resultat. Den externa

redovisningen bör stå i rimlig proportion till verksamhetens omfattning. Redovisningen bör också vara någorlunda lätt att följa och förstå. Det kan konstateras att fondernas årsredovisningar inte alltid innehåller fullständiga upplysningar om resultatens bakomliggande orsaker. Aktuella exempel är redovisningen av aktiv förvaltning i något fall och redovisningen av bidragen till fondernas långsiktiga avkastning (avsnitt 5.2.1).

Utöver en regelbunden uppföljning av hur fonderna har valt att hantera kommitténs förslag, kan det finnas skäl att – i förekommande fall – uppmärksamma händelser som kan bedömas ha påverkat allmänhetens förtroende, med syfte att om möjligt dra slutsatser för framtiden. Ett sådant exempel kan vara de omfattande förluster som fonderna redovisade för 2008.

I enlighet med kommitténs slutsats är avkastning ett viktigt etiskt mål, eftersom detta är fondernas ändamål. En stor del av förlusterna 2008 har kunnat återvinnas 2009 varför skadan delvis är reparerad. Allmänheten kan också bedömas ha förståelse för att det är fondernas långsiktiga avkastning som har störst betydelse för pensionssystemet, inte resultaten ett enskilt år. Det kan inte undvikas att fonderna är exponerade för aktiemarknadernas rörelser, uppåt såväl som nedåt. Det hindrar inte att det nu finns en växande förståelse bland fonderna för att exponeringen mot aktiemarknaderna kan tillåtas variera över tid, även om detta är svårt att hantera i praktiken. Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna har förändrat sin förvaltningsprocess med syfte att skapa en bättre beredskap för mer utbredd marknadsoro (avsnitt 5.2.1). Som ett möjligt exempel på detta illustrerar utvecklingen under 2006–2009 att fondernas aktieandel har varierat betydligt över tid, delvis som en följd av marknadernas övergripande rörelser. Alla förändringar har dock inte varit procykliska, dvs. i enlighet med aktiemarknadens kortsiktiga förändring. Detta tyder sammantaget på att erfarenheterna av återkommande marknadsturbulens har tagits till vara, vilket dock inte innebär att risken för nya omfattande förluster har bortfallit.

Utöver en uppföljning av fondernas hantering av redan lagda förslag och av händelser som inneburit en påfrestning för allmänhetens förtroende, kan uppdraget till den externa expertis som bidrar med underlag till regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet också kompletteras med uppdrag som har bäring på fondernas riktlinjer för miljö och etik. Ett sådant uppdrag kan dock inte bli omfattande mot bakgrund av konsulternas förväntade specialisering mot att mäta och bedöma avkastning. Denna gång har McKinsey fått ett särskilt uppdrag att bedöma Första–Fjärde AP-fondernas agerande som ägare av börsbolag, dvs. bolagsstyrning, vilket har ett direkt samband med fondernas riktlinjer för miljö och etik (dessa utgår från fondernas roll som investerare och ägare).

McKinsey noterar att Första–Fjärde AP-fonderna, genom Etikrådet, utnyttjar extern konsult för att med hjälp av offentlig information identifiera bolag som bryter mot fondernas (gemensamma) riktlinjer för miljö och etik. Därpå initierar Etikrådet en direkt dialog med sådana bolag, i syfte att åstadkomma en förändring. Fonderna tillgriper uteslutning först i sista hand, i så fall på Etikrådets rekommendation. McKinsey noterar att jämförbara pensionsbolag, som AMF och Alecta,

också för dialog med bolag för att få till stånd en förändring, men att de lägger mindre tid på dialoger än AP-fonderna gör (det händer att aktier avyttras utan föregående dialog med bolaget i fråga). De utländska pensionsfonder som McKinsey har identifierat som lämpliga jämförelseobjekt bedriver uppföljning av bolag som bryter mot miljömässiga eller etiska riktlinjer på likartat sätt. Dessa pensionsfonder, med undantag för kanadensiska CPP, använder sig av extern expertis för att identifiera problematiska bolag och ser uteslutning som en sista utväg. CPP är den utländska pensionsfond som är mest främmande för att utesluta aktieplaceringar av miljömässiga eller etiska skäl, men försöker likväl påverka bolag genom dialog. Inom Sverige kan noteras att Alecta har uteslutit endast ett bolag under den senaste femårsperioden. Andra pensionsfonder som har identifierats som lämpliga jämförelseobjekt förefaller bedriva ett arbete inom detta område som liknar AP-fondernas arbete genom Etikrådet. Danska ATP och norska SPU för, precis som Etikrådet, dialog med bolag men har uteslutit något fler bolag än Första–Fjärde AP-fonderna. Sjunde AP-fonden, som inte har rätt att rösta för fondens svenska aktier, har valt en inriktning som i högre grad medför uteslutning av bolag (48 bolag vid senaste årsskiftet).

AP-fonderna bedöms, sammanfattningsvis, ha genomfört riktlinjerna för miljö och etik på ett sätt som är förenligt med kravet att fonderna ska uppbära allmänhetens förtroende. Det hindrar inte att riktlinjerna alltjämt kan utvecklas och förbättras.

### *Bolagsstyrning*

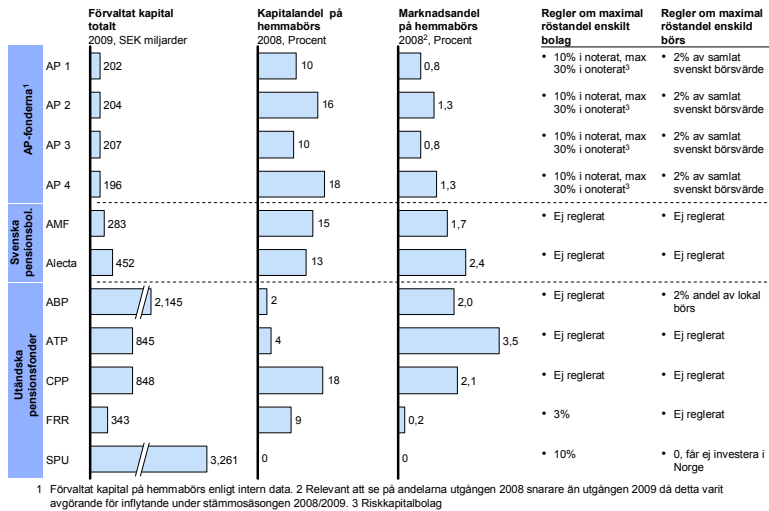
AP-fonderna tillhör kategorin institutionella investerare som äger globala portföljer med små minoritetsandelar i ett stort antal börsbolag. Svenska institutionella investerare tenderar att lägga en tyngdpunkt vid direkt röstning i ett begränsat antal bolag med fysisk närvaro på bolagsstämmor, ofta på hemmamarknaden där ägarandelarna är större, medan utländska pensionsfonder utövar rösträtten för huvuddelen av aktieinnehavet, dock ofta indirekt genom ombud i en eller annan form. Detta kan, utan bedömningar i övrigt, beskrivas som en avvägning mellan kvantitet och kvalitet och har även samband med tillgängliga resurser. AP-fonderna har påbörjat indirekt röstning för de största aktieinnehaven utomlands genom en röstningsplattform (Manifest) och närmar sig därmed den internationella normen (några av fonderna har röstat för utländska aktieinnehav redan tidigare). Kravet att uppträda på bolagsstämmor utomlands torde växa med fondens storlek. Samma krav kan inte ställas på AP-fonderna som på, exempelvis, norska SPU som har ett mångdubbelt större fondkapital och cirka 20 anställda som är direkt involverade i bolagsstyrning.

I förhållande till jämförelseobjekten utmärker sig AP-fonderna genom att äga något mindre andelar av den lokala börsen. AP-fonderna äger mellan 0,8 och 1,3 procent av aktierna på Stockholmsbörsen, medan AMF och Alecta äger 1,7 respektive 2,4 procent av samma marknad. Tre av fem utländska pensionsfonder äger mellan 2,0 och 3,5 procent av den lokala aktiemarknaden, medan två har mycket små andelar, vilket bl.a. avspeglar fondernas uppdrag (t.ex. norska SPU). Det kan sägas vara en

del av pensionsöverenskommelsen i riksdagen att AP-fondernas andelar av ägandet på Stockholmsbörsen ska vara begränsat. Lagen sätter också en övre gräns för detta ägande vid 2 procent för var och en av fonderna. Denna gräns underskrider fonderna med god marginal (se figur 5.7).

Skr. 2009/10:130

**Figur 5.7 AP-fondernas, svenska pensionsbolags och utländska pensionsfonders ägande på respektive inhemska börs och placeringsregler**



Källa: McKinsey.

Det faktum att AP-fonderna äger mindre andelar av hemmamarknaden har inte hindrat dem från att lägga resurser på bolagsstyrning i nivå med vad som är brukligt för andra institutionella investerare (motsvarande två heltidsanställda). Med hänsyn taget till förvaltad kapital tenderar AP-fonderna snarare att ägna mer tid åt bolagsstyrning. En viktig bakomliggande faktor är det svenska systemet med valberedningar som förbereder valet av styrelse vid bolagsstämmorna. Representanter för AP-fonderna har i påtaglig utsträckning tagits i anspråk för uppdrag i valberedningar. Dessutom har Alecta och AMF mer koncentrerade portföljer på hemmamarknaden, vilket något begränsar resursbehovet (men torde öka anspråken på deltagande i valberedningar). Det kan också nämnas att det bland förslagen från kommittén om AP-fondernas miljö- och etikansvar ingick ett förslag om att fonderna ska avsätta tillräckliga resurser för arbetet med miljö och etik, vilket har implikationer för behovet av resurser för bolagsstyrning generellt.

McKinsey drar slutsatsen att Första–Fjärde AP-fonderna, jämfört med svenska pensionsbolag, ägnar mer uppmärksamhet åt samarbete med organisationer och andra investerare och, jämfört med utländska pensionsfonder, röstar på ett mer fokuserat sätt för 8–18 procent av aktieinnehavet (jämfört med kanske 90 procent för de utländska pensionsfonderna). McKinsey konstaterar, sammanfattningsvis, att Första–Fjärde AP-fondernas ägarstyrning fungerar väl, både jämfört med svenska pensionsbolag och utländska pensionsfonder, att de har ett

inflytande i bolagsstyrningsfrågor i Sverige som motsvarar och, i vissa fall, överstiger deras andelar som aktieägare och att de har väl utvecklade riktlinjer, både för bolagsstyrning och miljö och etik.

*Regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna*

Mot bakgrund av ersättningsvillkorens stora betydelse för allmänhetens förtroende beslutade regeringen den 20 april 2009 om separata riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna. Riktlinjerna utgör en del av regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna (*bilaga 1*). Riktlinjerna riktar sig till AP-fondernas styrelser som har att inom ramen för de mål för placeringsverksamheten som lagstiftningen anger omsätta riktlinjerna på ett ansvarsfullt sätt.

I riktlinjerna uttalas bl.a. att AP-fonderna ”i dialog med övriga ägare” ”bör” ”verka för att riktlinjerna tillämpas så långt som möjligt” också i de företag som AP-fonderna äger. Formuleringarna klargör att fondernas styrelser har det nödvändiga utrymmet att göra egna avvägningar.

I enlighet med riktlinjerna har Finansdepartementet gett AP-fondernas revisorer ett särskilt uppdrag att granska fondernas genomförande av regeringens riktlinjer för ersättningsvillkor. Granskningen omfattar bl.a. fondernas riktlinjer för ersättningar, beviljade ersättningar till ledande befattningshavare respektive andra anställda och fondernas policy för riktlinjernas tillämpning i portföljbolagen.

Granskningen visar bl.a. att

- styrelsen i samtliga fonder är informerad om ersättningarnas utformning,
- fondernas egna riktlinjer för ersättningsvillkor successivt efter den 20 april 2009 har anpassats till regeringens riktlinjer, med undantag för Sjätte AP-fonden som beslutat genomföra riktlinjerna under längre tid (2009 och 2010),
- avtal med ledande befattningshavare har omförhandlats, med undantag för överenskommelse om uppsägningstid i Första, Andra och Sjätte AP-fonderna, styrelserna har i dessa fall ansett att en omförhandling skulle medföra höjda kostnader för fonden (vilket även framgår av fondernas årsredovisningar),
- det föreligger osäkerhet om hur processen kan dokumenteras gällande styrelsens bedömning av ersättningarnas förenlighet med regeringens riktlinjer,
- riktlinjerna lämnar utrymme för fondernas styrelser att fatta egna beslut gällande riktlinjernas tillämpning i bolag där fonderna är delägare och fonderna därmed kan fatta beslut som avviker från de normerande ersättningsprinciperna om detta bedöms vara till fördel för fonden och att fondernas ägarpolicyer, mot denna bakgrund, inte står i direkt strid med regeringens riktlinjer,
- Sjunde AP-fonden inte har vidtagit några åtgärder med anledning av riktlinjernas tillämpning på portföljbolag, mot bakgrund av de särskilda begränsningar som gäller för Sjunde AP-fonden i fråga om bolagsstyrning (vilket också framgår av fondens årsredovisning),

- en separat och fullständig beskrivning av fondernas efterlevnad av regeringens riktlinjer saknas i årsredovisningarna och
- endast Sjunde AP-fonden har lämnat fullständig upplysning i årsredovisningen om beviljade ersättningar till ledande befattningshavare i fonden medan Sjätte AP-fonden endast lämnat sådan information i form av ett totalt belopp med angivande av antalet ledande befattningshavare.

Sammanfattningsvis har en avsevärd anpassning till regeringens riktlinjer ägt rum. Dock saknas en separat och fullständig beskrivning av fondernas tillämpning av riktlinjerna i fondernas årsredovisning. Redovisningen av beviljade ersättningar till ledande befattningshavare är inte heller fullständig, med ett undantag.

En annan notabel avvikelse gäller riktlinjernas tillämpning på fondernas portföljbolag. Enligt riktlinjerna ska AP-fonderna, i dialog med övriga ägare, verka för att dessa tillämpas så långt som möjligt i företag där fonderna är delägare. Riktlinjerna anger bl.a. att ersättningen till ledande befattningshavare ska vara rimlig och väl avvägd och bl.a. bidra till en god etik och organisationskultur. Rörlig lön ska inte ges till ledande befattningshavare.

Efter regeringens beslut om nya riktlinjer för anställningsvillkor den 20 april 2009 valde AP-fonderna inledningsvis att avstå från att rösta i ersättningsfrågor på vissa bolagsstämmor. Fonderna har därefter, med hänvisning till regeringens nya riktlinjer, reviderat sina riktlinjer för bolagsstyrning, enligt vilka kraven på ersättningsvillkor delvis har stärkts, t.ex. genom skärpta krav på utvärdering. Första-Fjärde AP-fonderna understryker dock att det är styrelsernas ansvar att föreslå ersättningsvillkor utifrån bolagets specifika förutsättningar. I några uppmärksammade fall har fondernas riktlinjer lett till att AP-fonderna har röstat emot regeringen vid bolagsstämman. Regeringen konstaterar att styrelserna har ansvaret för AP-fondernas agerande, både i rollen som ägare av bolag och för ersättningsvillkor i AP-fonderna. Regeringen kan konstatera att fonderna i rollen som ägare av börsbolag har agerat för andra ersättningsvillkor än de som finns uttalade i regeringens riktlinjer.

I förarbetena till lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) anges bl.a. att det för buffertfondernas del är angeläget att ägarrollen utövas med särskilt beaktande av den starka statliga prägel och med hänsyn till fondernas mål att vara till nytta för pensionssystemet. Ägarrollen ska entydigt utövas i syfte att tillvarata möjligheterna till högre avkastning. Buffertfondernas ägande ska inte vara ett närings- eller ekonomiskpolitiskt instrument (prop. 1999/2000:46 s. 84). Fonderna ska dock ta hänsyn till miljö och etik i placeringsverksamheten utan att göra avkall på målet om hög avkastning (samma prop. s. 77). Som framgått ovan under avsnittet om fondernas riktlinjer för miljö och etik har ersättningsfrågor viktiga förtroendimensioner, varför det blir viktigt hur fonderna väljer att arbeta med dessa frågor, också i rollen som ägare av börsbolag.

I fjolårets skrivelse noterades att Första–Fjärde AP-fonderna dittills inte hade utnyttjat de möjligheter till kostnadsbesparande samarbete som lagen medger. Etikrådet angavs dock som ett utmärkt exempel på samarbete. Som framgår av förarbetena till lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) utesluter inte fondernas inbördes oberoende i placeringsverksamheten att de samarbetar inom andra områden, om detta upplevs som kostnadseffektivt (prop. 1999/2000:46 s. 124). Som uttryckliga exempel på områden där samarbete bör vara möjligt anges administrativa tjänster, t.ex. värdepappersadministration, IT, ekonomi- och personaltjänster.

Regeringen angav som sin avsikt att inom ramen för utvärderingen av AP-fondernas förvaltning följa upp vilka initiativ i första hand Första–Fjärde AP-fonderna har tagit för att undersöka möjligheter till ytterligare samarbete i kostnadsbesparande syfte. Fonderna har initierat en översyn av utrymmet för samordning. Några slutsatser av översynen har emellertid inte kommunicerats, inte heller några resultat. Regeringen förväntar sig en sådan redovisning så snart Första–Fjärde AP-fonderna har dragit slutsatser av det pågående arbetet.

Ett gemensamt arbete för att sänka kostnaderna utesluter inte fortsatt effektivisering av fondernas interna verksamhet.



## Bakgrund

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Styrelsernas roll

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

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

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

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

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

## Tillsättning av styrelser

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

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

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

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

Svensk kod för bolagsstyrning innehöll tidigare en uttrycklig gräns vid tolv år, efter vilken en ledamot inte längre ansågs vara oberoende i förhållande till bolaget och dess ledning. Denna uttryckliga gräns har ersatts av mer allmänna skrivningar om att mer än hälften av stämموvalda styrelseledamöter ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen och att frågan ska avgöras efter en samlad bedömning. Styrelsernas roll som ensamma ansvariga för verksamheten, i kombination med kravet att AP-fonderna ska uppbära allmänhetens förtroende, motiverar att höga krav ställs på ledamöternas oberoende i detta fall. Kravet på oberoende gäller hela styrelsen, inte endast en andel av styrelsen, och begränsningen bör vara någorlunda tydlig för att underlätta praktisk tillämpning. En begränsning vid cirka tio år ligger väl inom ramarna för vad som i andra sammanhang har ansetts rimligt för att upprätthålla ledamöternas oberoende och bidrar dessutom till att skapa rimliga förväntningar angående uppdragets slutliga varaktighet.

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

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

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

## Regeringens utvärdering

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

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

Skr. 2009/10:130  
Bilaga 1

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

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

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

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

Vid utvärdering av fondernas operativa förvaltning kan den utvärderingshorisont på fem år som tidigare använts bedömas vara en lämplig avvägning mellan önskvärheten av långsiktighet och behovet av

effektiv styrning. Vid utvärdering av styrelsernas strategiska beslut bör den granskade perioden vara längre.

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

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

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

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

### *Inledning*

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

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

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

### *Tillämpningsområde*

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

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

### *Styrelsens ansvarsområde*

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

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

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

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

### *Ersättningsprinciper*

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

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

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



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

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

### Definitioner

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

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

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

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

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

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