

Utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2009

FINANSDEPARTEMENTET

Slutdokumentation

April 2010

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

Innehåll

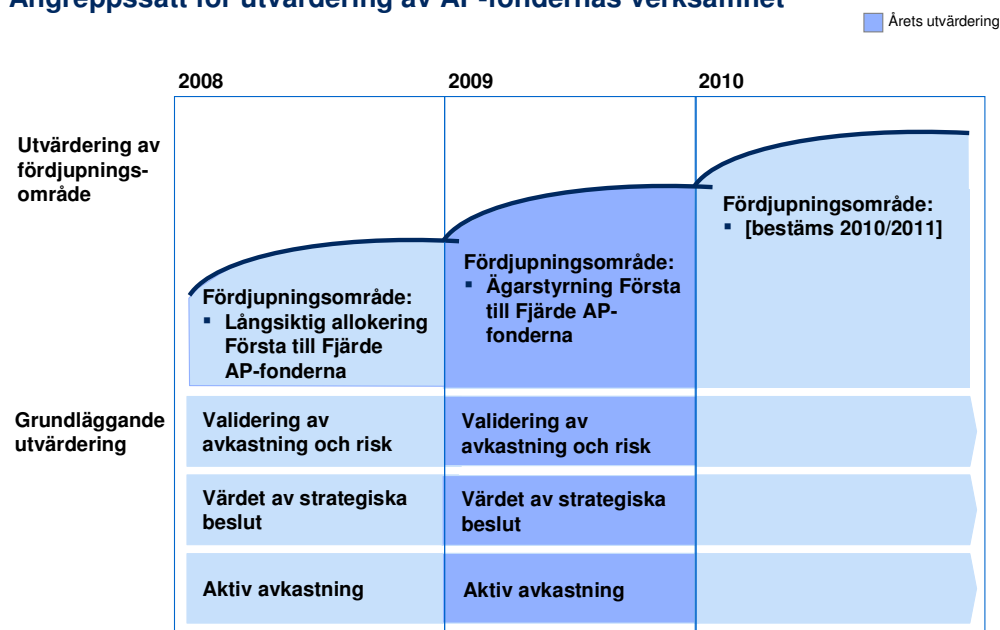
1. Angreppssätt för utvärderingen	1
2. AP-fondernas roll, utveckling och omvärld 2001-2009	3
3. Sammanfattning och identifierade nyckelfrågor	10
4. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden	26
5. Grundläggande utvärdering av Andra AP-fonden	34
6. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden	41
7. Grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fonden	48
8. Grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fonden	55
9. Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden	61
10. Fördjupningsområde ägarstyrning Första till Fjärde AP-fonderna	67

1. Angreppssätt för utvärderingen

McKinsey & Company fick i december 2008 uppdraget av Finansdepartementet att genomföra utvärderingen av AP-fondernas verksamhet. Enligt överenskommelse med Finansdepartementet består utvärderingen av två delar, en grundläggande utvärdering som fokuserar på samma områden varje år och en utvärdering av ett fördjpningsområde som varje år väljs i samråd med Finansdepartementet och fonderna (Bild 1).

Bild 1

Angreppssätt för utvärdering av AP-fondernas verksamhet



KÄLLA: McKinsey

Den grundläggande utvärderingen består av tre delar: en validering av fondernas avkastning och risk, en utvärdering av värdet av fondernas strategiska beslut samt en utvärdering av fondernas aktiva avkastning¹. För valideringsarbetet har McKinsey använt KPMG som underkonsult. En kort sammanfattning av KPMGs slutsatser återfinns i kapitel 3 och KPMGs rapport återfinns i sin helhet i en bilaga till den här rapporten.

I den grundläggande utvärderingen av Första till Fjärde AP-fonderna lägger utvärderingen i år speciellt fokus på att beskriva och jämföra fondernas arbetssätt för att skapa avkastning, fondernas s.k. ”förvaltningsmodeller”. Fonderna har under 2009 genomfört viktiga förändringar i sina förvaltningsmodeller och utvärderingen beskriver

¹ Överavkastning som fonderna skapar jämfört med sina jämförelseindex

därför även väsentliga förändringar och hur fonderna idag skiljer sig åt. Efter förändringarna i fondernas verksamhet är det svårt att på ett enhetligt sätt jämföra fondernas avkastning från långfristiga beslut, medelfristiga beslut samt den aktiva förvaltningen. Utvärderingen fokuserar därför i år på att jämföra fondernas totala avkastning och en nedbrytning av avkastningen görs separat för varje fond.

Sjätte AP-fonden investerar framförallt i onoterade tillgångar och fondens samtliga investeringsbeslut är att betrakta som strategiska beslut. Sjunde AP-fonden utvärderas som en värdepappersfond och jämförs med övriga värdepappersfonder i premiepensionssystemet. Sjätte AP-fonden och Sjunde AP-fonden har under 2009 inte genomfört några stora förändringar i sina förvaltningsmodeller. Sjunde AP-fonden kommer under 2010 att införa en ny förvaltningsmodell som utvärderas i nästa års utvärdering.

Första till Fjärde AP-fonderna började agera i sina roller som buffertfonder 1 januari 2001, men det dröjde till senare under 2001 innan fonderna hade implementerat sina långsiktiga investeringsportföljer. Första till Fjärde AP-fonderna utvärderas därför, liksom i tidigare års utvärderingar, över perioden 1 juli 2001 till 31 december 2009. Sjätte AP-fonden startade sin verksamhet i slutet av 1996 och utvärderas över perioden 1 januari 1997 till 31 december 2009. Buffertfondernas (Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna) gemensamma påverkan på inkomstpensionssystemet utvärderas över perioden 1 januari 2001 till 31 december 2009. Sjunde AP-fonden startade sina två PPM-fonder Premiesparfonden och Premievalsfonden under hösten 2000 och utvärderas över perioden 1 januari 2001 till 31 december 2009. Liksom i tidigare års utvärderingen baseras utvärderingen på information från fondernas interna resultatuppföljningssystem för att möjliggöra en validering av fondernas beräknade avkastning och risk samt analys av källor till den totala avkastningen. Det här innebär att det i vissa fall kan förekomma skillnader mot fondernas redovisade resultat på grund av periodiseringar, men skillnaderna är mycket små (upp till 0,1% i avkastning 2009 efter avrundningar).

Fördjupningsområdet 2009 är ägarstyrning för Första till Fjärde AP-fonderna. Valet av fördjupningsområde gjordes i dialog med Finansdepartementet och AP-fonderna. Syftet med fördjupningsområdet är att beskriva hur AP-fonderna agerar som ägare i sina innehav jämfört med ett urval av relevanta svenska pensionsbolag och utländska pensionsfonder som ofta ses som goda exempel. Under de senaste åren har kraven ökat på att stora institutionella ägare tar ett ägaransvar och det finns därmed ett värde i att förstå AP-fondernas förutsättningar att vara aktiva ägare och hur de idag utövar ägarstyrning. Jämförelsen med andra fonder baseras på en kombination av publik information samt intervjuer med ägarstyrningsansvariga. Vi vill därför rikta ett speciellt tack till representanter från AMF, Alecta, ATP i Danmark, ABP i Holland, FRR i Frankrike och CPP i Kanada som medverkat i intervjuer.

Utvärderingsarbetet har pågått från december 2009 till mars 2010 och har genomförts i en kontinuerlig process med fonderna. Stor vikt har lagts vid att skapa en god förståelse för fondernas verksamhet, speciellt givet det förändringsarbete som fonderna genomfört.

2. AP-fondernas roll, utveckling och omvärld 2001-2009

I det här kapitlet beskrivs AP-fondernas roll i det svenska pensionssystemet och buffertfondernas (Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna) utveckling 2001-2009, med fokus på deras påverkan på inkomstpensionssystemet samt hur de utvecklats i jämförelse med kapitalmarknaderna och andra pensionsfonder.

AP-fondernas roll i det svenska pensionssystemet

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

Dagens svenska system för allmän pension är resultatet av en bred partiuppgörelse från 1998 med syfte att reformera den då gällande folkpensionen och ATP. I dagens system betalas varje år 18,5% av den totala lönesumman in till allmän pension, varav 16% går till att finansiera inkomstpensionen och resterande 2,5% går till Premiepensionsmyndigheten¹ och sparas på individuella premiepensionskonton.

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

Om balanstalet överstiger 1,0 skrivs pensionsrätterna upp baserat på löneökningstakten, som mäts genom inkomstindex. Understiger däremot balanstalet 1,0 är skulderna större än tillgångarna och en automatisk balansering aktiveras, vilket betyder att värdet av pensionsrätterna skrivs upp med en lägre faktor än inkomstindex. Detta innebär att

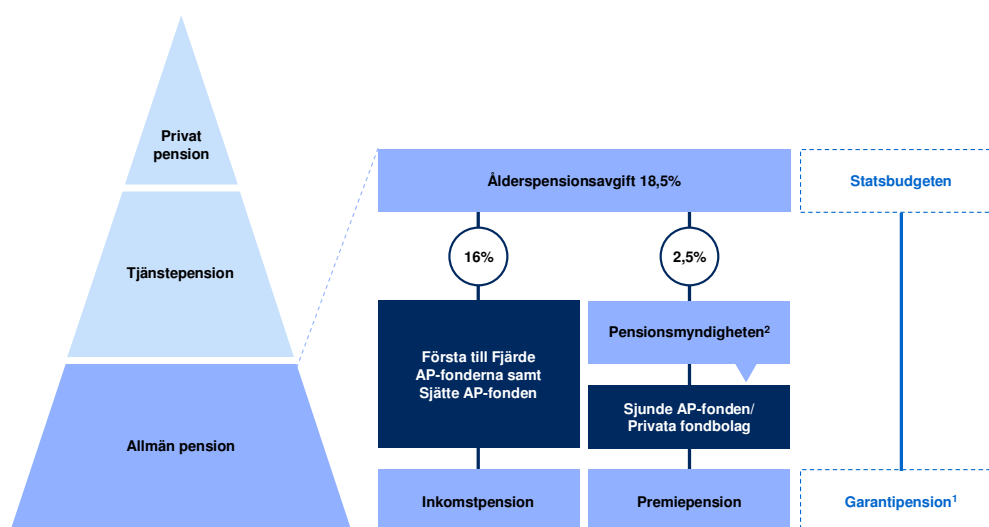
¹ 1 januari 2010 togs Premiepensionsmyndighetens uppgifter över av Pensionsmyndigheten

inkomstpensionen kan sänkas om inkomstpensionssystemet inte balanserar. Om balanstalet understiger 1,0 för ett år justeras uppskrivningstakten av pensionsrätterna med ett års förskjutning. Kombinationen av att inkomstpensionssystemet är avgiftsbestämt, att pensionsskulderna tar hänsyn till demografisk utveckling och att det finns en automatisk balansering gör systemet självförsörjande.

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

Bild 2

AP-fondernas roll i svenska pensionssystemet



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

Premiepensionen syftar till att varje arbetstagare ska kunna påverka en del av den allmänna pensionen genom att välja hur pensionsmedlen investeras. Alla arbetstagare kan välja mellan ~790 fonder i premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden förvaltar två fonder. Sjunde AP-fondens Premiesparfonden förvaltar premiepensionen för de arbetstagare som inte aktivt väljer fondförvaltare och Premievalsfonden kan väljas av alla arbetstagare i konkurrens med de övriga ~790 fonderna. Sjunde AP-fonden regleras i lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192).

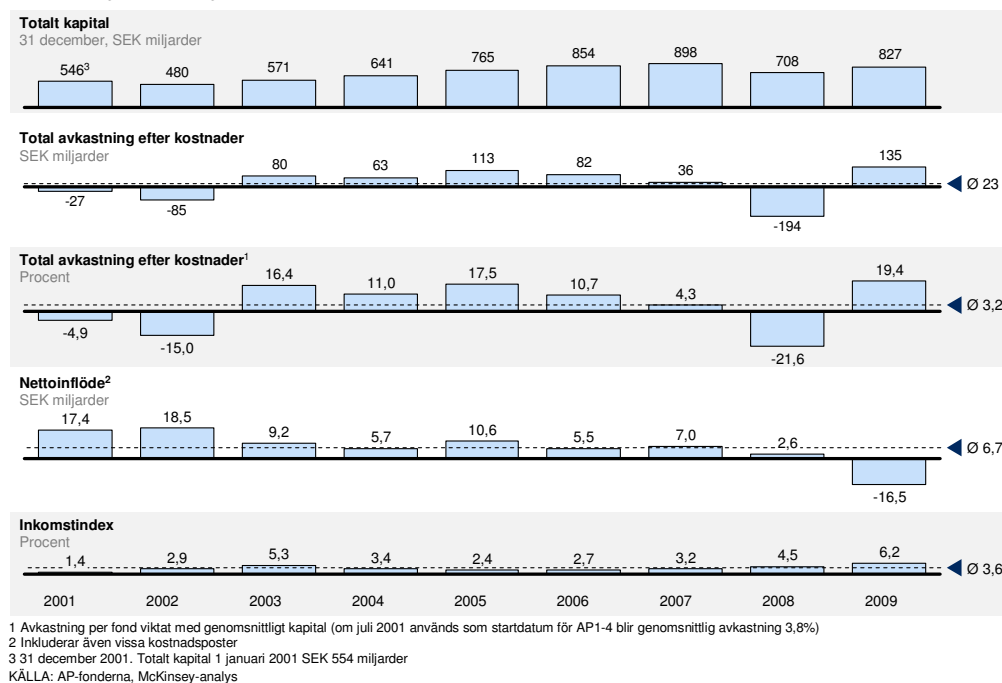
Buffertfondernas utveckling och omvärld 2001-2009

Sedan januari 2001 har buffertfondernas kapital växt från SEK 554 miljarder till SEK 827 miljarder och buffertfondernas avkastning efter kostnader har bidragit med SEK 204 miljarder av tillväxten. Det här motsvarar en genomsnittlig årlig avkastning på 3,2% jämfört med inkomstindex som under samma period var 3,6% per år. Det här är en stor förbättring jämfört med situationen i slutet på 2008 då buffertfondernas årliga avkastning sedan januari 2001 var 1,3% per år. 2009 är det enskilt bästa året sedan 2001 och buffertfonderna avkastade 2009 SEK 135 miljarder eller 19,4% och återhämtade därmed en stor del av den negativa avkastningen 2008 (Bild 3).

Bild 3

Buffertfondernas utveckling 2001–2009

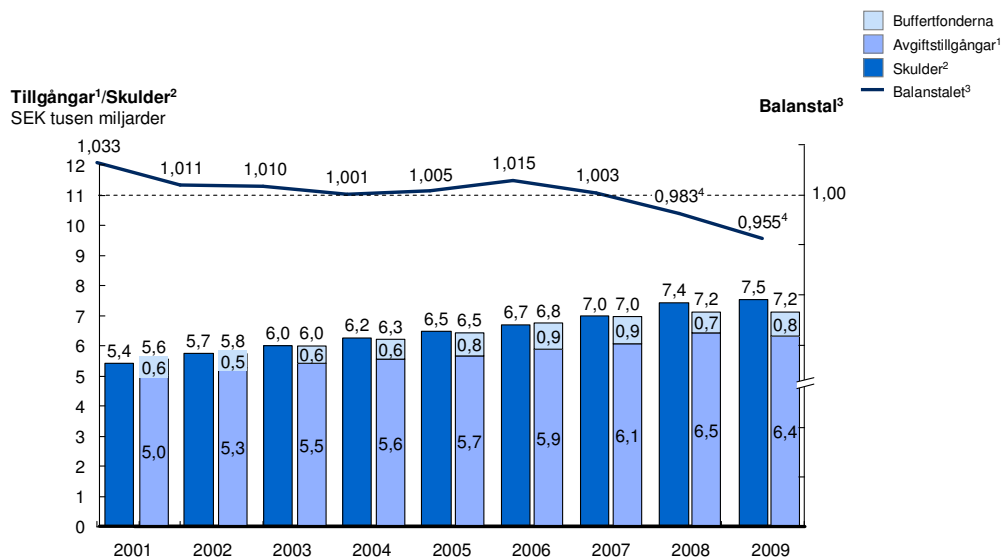
Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna



Fram till 2007 balanserade inkomstpensionsystemet varje år (balanstalet översteg 1,0) (Bild 4-5). Skulderna i systemet växte fram till 2007 mer än avgiftstillgångarna, men buffertfondernas utveckling gjorde att systemet balanserade. 2008 var första året som inkomstpensionssystemet inte balanserade (balanstalet understeg 1,0). Under 2008 växte skulderna mer än avgiftstillgångarna i systemet, vilket tillsammans med buffertfondernas svaga utveckling ledde till att balanstalet för första gången understeg 1,0. Som följd av detta skrevs inkomstpension för första gången ner 2010 givet fördröjningen i systemet på ett år. För att utjämna påverkan på inkomstpensionen beslutade Riksdagen 2009 att balanstalet från och med 2008 ska beräknas baserat på ett genomsnittligt värde på buffertfonderna under tre år. Det här innebar att inkomstpensionen 2010 skrevs ner med -3% istället för -4,5%. Under 2001-2009 skrevs inkomstpensionen upp varje år med mellan 0,8% och 4,5%.

Bild 4

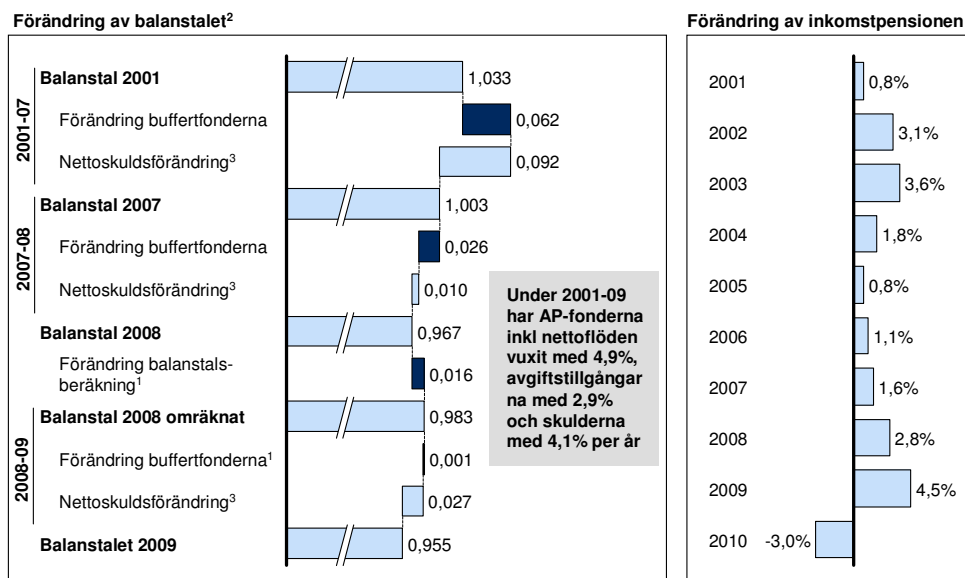
Utveckling av tillgångar och skulder i inkomstpensionssystemet



1 Bestäms av befolkningsstillväxt, arbetskraftdeltagande, ekonomisk tillväxt och löneökningstakt
 2 Bestäms av antal pensionärer, genomsnittlig livslängd och löneökningstakt
 3 Balansstalet = buffertfonderna plus framtida inbetalningar dividerat med framtida utbetalningar för inkomstpension. Balansstalet ligger till grund för pensionsutbetalningar två år senare.
 4 Uträkningen ändrades i proposition 2008/09:219 genom att värdet på buffertfonderna räknas som genomsnitt av de 3 senaste åren. Enligt gamla uträkningen var balansstalet 0,967 för 2008.
 KÄLLA: Försäkringskassan; Pensionsmyndigheten; McKinsey-analys

Bild 5

Balansstalet och förändring av inkomstpensionen



1 Uträkning ändrades i proposition 2008/09:219 genom att värdet på buffertfonderna räknas som genomsnitt av de 3 senaste åren
 2 Buffertfonderna plus framtida inbetalningar dividerat med framtida utbetalningar för inkomstpension och ligger till grund för pensionsutbetalningar två år senare
 3 Förändring i skillnaden mellan skulderna och avgiftstillgångarna i systemet
 KÄLLA: Försäkringskassan; Pensionsmyndigheten; McKinsey-analys

Under 2009 har skulderna fortsatt att växa snabbare än avgiftstillgångarna, främst på grund av låg sysselsättning och löneutvecklingstakt, vilket innebär att inkomstpensionssystemet 2009 för andra året i rad inte balanserade. Buffertfonderna bidrog genom sin utveckling 2009 till att begränsa minskningen i balanstalet. Till följd av utvecklingen 2009 kommer inkomstpensionen 2011 att skrivas ner ytterligare. Sammantaget under hela perioden 2001-2009 har buffertfonderna bidragit positivt till balansen i systemet. Utan tillväxten i buffertfonderna skulle den automatiska balanseringen ha aktiverats vid flera tillfällen redan före 2008. Buffertfonderna har dock inte vägt upp det växande gapet mellan skulderna och avgiftstillgångarna i systemet.

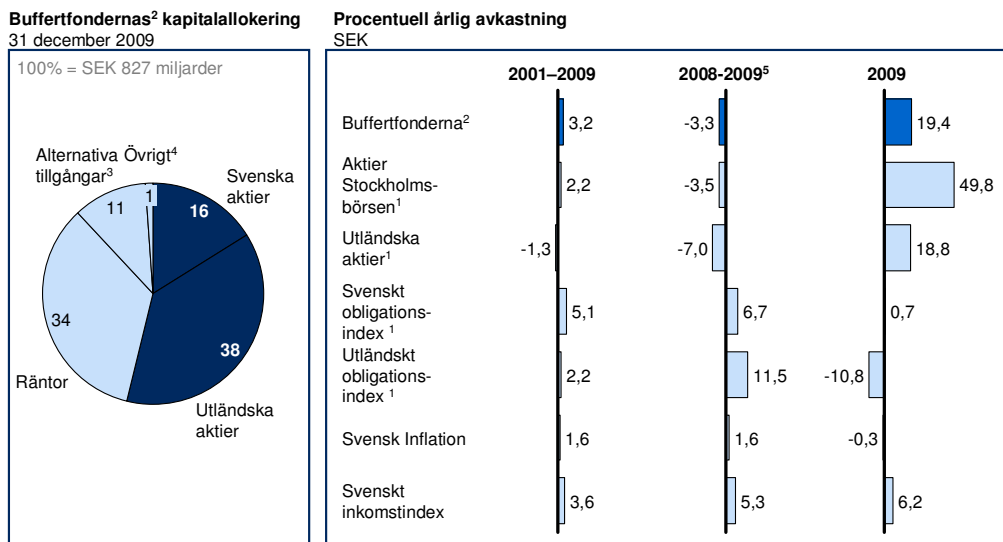
Buffertfonderna hade i slutet av 2009 i genomsnitt 54% av sitt kapital investerat i noterade aktier (varav 16% i svenska aktier och 38% i utländska aktier), 34% i räntebärande värdepapper, 11% i alternativa tillgångar och 1% i andra tillgångar. Fonderna har en stor andel investerat i aktier för att långsiktigt kunna uppnå en högre avkastning. Buffertfondernas höga andel aktier i portföljen innebär att utvecklingen på aktiemarknaderna i hög utsträckning påverkar fondernas avkastning. Det här är tydligt både 2009 när aktiemarknaderna utvecklades mycket starkt och över hela perioden 2001-2009 när aktiemarknaderna utvecklats sämre. 2009 avkastade Stockholmsbörsen 49,8% och utländska aktier 18,8%, medan Stockholmsbörsen 2001-2009 i genomsnitt avkastade 2,2% och utländska aktier -1,3% per år (Bild 6). Det är svårt att förutse utvecklingen på kapitalmarknaderna, men i ett historiskt perspektiv är 2001-2009 en svag period för investeringar i aktier. Drivet av två stora börsfall 2001-2002 och 2008 är perioden 2001-2009 den näst sämsta nioårsperioden sedan 1970-1978 både för utländska och svenska aktier, bara under perioden 2000-2008 presterade aktier sämre.

Buffertfondernas utveckling kan också jämföras med utländska pensionsfonder med liknande uppdrag i respektive lands pensionssystem. En direkt jämförelse av avkastningen är svår på grund av olika uppdrag, placeringsregler, valutaeffekter och utveckling på fondernas hemmamarknader, men utgör en intressant referens. En jämförelse av rapporterad avkastning visar att buffertfonderna 2009 genererade en högre avkastning än de flesta utländska pensionsfonderna (Bild 7). Buffertfondernas höga avkastning 2009 innebär att buffertfondernas genomsnittliga avkastning under de senaste fem åren framstår som god i en jämförelse med utländska pensionsfonder. En viktig orsak till buffertfondernas relativt starka utveckling är att Stockholmsbörsen genererade högre avkastning än de utländska pensionsfondernas hemmabörser. Stockholmsbörsen avkastade 2005-2009 i genomsnitt 8,8% per år, jämfört med 2,4-7,9% per år för de utländska pensionsfondernas hemmabörser¹.

¹ Sverige 8,8% (OMXS30), Danmark 5,3% (OMXC), Kanada 7,9% (S&P/TSX composite index), Nederländerna 2,4% (AEX), Frankrike 3,5% (France CAC 40)

Bild 6

Buffertfondernas utveckling jämfört med kapitalmarknaderna



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

2 AP 1-4 och AP6. Avkastning per fond viktat med genomsnittligt kapital AP1-4 och AP6

3 Private Equity, Hedgefonder, konvertibler (Från 2009 för AP2), "Nya Strategier" (t.ex. katastrofobligationer, Micro-cap fond, konvertibelfond för AP3) och AP6

4 Overlaymandat, TAA, etc.

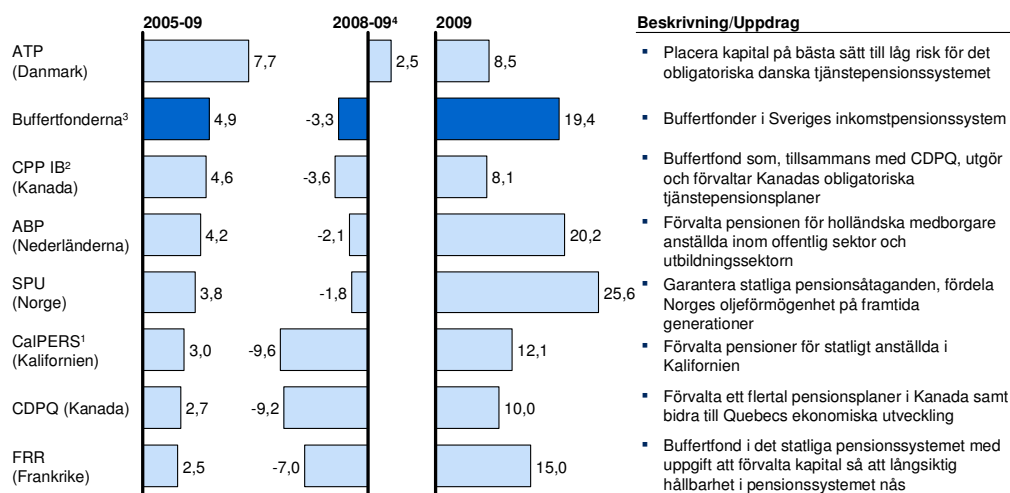
5 Fonderna bör utvärderas över en lång tidsperiod, men det finns värde i att analysera hur fonderna klarade av två extrema år på kapitalmarknaderna år 2008-2009

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

Bild 7

Buffertfondernas avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder

Rapporterad årlig nominell avkastning; Procent (lokal valuta)



Notera: En direkt jämförelse av avkastningen försvåras av t.ex. olika uppdrag, 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: Årsredovisningar; Datastream McKinsey-analys

Buffertfondernas resultat bör utvärderas över en lång tidsperiod givet deras uppdrag att långsiktigt skapa hög avkastning till låg risk. Dock bedöms det finnas ett värde av att analysera hur fonderna klarade av de två extrema åren som kapitalförvaltningsbranschen upplevde 2008-2009 med mycket stora svängningar. Buffertfonderna genererade 2008-2009 en genomsnittlig årlig avkastning på -3,3%. Flera utländska pensionsfonder genererade en lägre avkastning än buffertfonderna 2008-2009 (t.ex. CPP och FRR), samtidigt som vissa genererade en högre avkastning (t.ex. SPU och ABP).

3. Sammanfattning och identifierade nyckelfrågor

Det här kapitlet inleds med en kort sammanfattning av resultaten från arbetet att validera AP-fondernas redovisade avkastning och risk 2009. Därefter sammanfattas övriga delar av utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2009 i tre avsnitt: Första till Fjärde AP-fonderna, Sjätte AP-fonden och Sjunde AP-fonden. I avsnittet om Första till Fjärde AP-fonderna sammanfattas både den grundläggande utvärderingen och årets fördjupningsområde ägarstyrning. I slutet av varje avsnitt presenteras ett antal nyckelfrågor som, baserat på årets utvärdering, bedöms viktiga att diskutera för att fortsätta utvecklingen av fondernas verksamhet.

Validering av AP-fondernas avkastning och risk

Valideringsarbetet är en del av den grundläggande utvärderingen och syftar till att bedöma om den historiska avkastningen och de riskmått som AP-fonderna redovisar är beräknande enligt bästa praxis. Vidare bedöms om de index, alternativt andra avkastningsmål, som AP-fonderna har valt att använda utgör ett rättvisande jämförelsemått. För valideringsarbetet har McKinsey använt KPMG som underkonsult.

Slutsatsen från KPMGs granskning av fondernas redovisade avkastning och risk 2009 är att det inte finns något som tyder på att AP-fonderna (Första till Fjärde samt Sjätte och Sjunde AP-fonderna) inte redovisar avkastning och risk i enlighet med bästa praxis samt att jämförelseindex är rättvisa och korrekt beräknade. Det finns dock frihetsgrader och olika normverk som fonderna använder sig av inom ramen för bästa praxis, vilket innebär vissa skillnader i beräkning av avkastning och risk (t.ex. tidpunkten för värdering av Private Equity i bokslutet och vad som inkluderas i beräkning av aktiv avkastning). KPMGs bedömning är att de skillnader som idag finns mellan förvaltningsmodeller i fonderna försvårar jämförelser mellan fonderna på en annan nivå än totalavkastning. KPMG redogör även i sin rapport för vissa mindre iakttagelser, som inte påverkar redovisad avkastning eller risk på ett sådant sätt att AP-fondernas redovisning avviker substantiellt från bästa praxis. Hela resultatet av valideringsarbetet återfinns i en bilaga till den här rapporten.

Första till Fjärde AP-fonderna 2001¹–2009

Första till Fjärde AP-fondernas uppdrag är att fungera som buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet och maximera avkastningen till låg risk. Fonderna ska enligt

¹ Avser 1 juli 2001

uppdraget inte ta närings- eller ekonomiskpolitisk hänsyn¹. Under 2009 har fonderna genomfört förändringar i sina förvaltningsmodeller. En mer detaljerad beskrivning av de viktigaste förändringarna som varje fond genomfört under 2009 och hur respektive fonds förvaltningsmodell ser ut idag presenteras i kapitel 4-7.

Sammanfattningsvis har flera av fonderna under 2009 infört mer dynamiska arbetsätt (Bild 8). Detta innebär att fonderna har höjt sin ambition att fatta medelfristiga investeringsbeslut (på 3-5 års sikt) för att kunna utnyttja svängningar i värderingar på kapitalmarknaderna, t.ex. konjunkturella svängningar och svängningar i relativa värderingar mellan tillgångsslag och geografier. Som beskrevs i kapitel 2 upplevde kapitalmarknaderna 2001-2009 två stora börsfall 2001-2002 och 2008. Det här ledde till att en statisk allokering till aktier gav låg avkastning under perioden och värdet av att kunna förutse och hantera svängningar var stort.

Som ett led i ett mer dynamiskt arbetsätt har fonderna också infört att fondstyrelserna delegerar mer beslutsfattande till förvaltningsorganisationerna med hjälp av bredare riskmandat, inom vilka förvaltningsorganisationerna får ta allokeringsbeslut.

Bild 8

Viktiga förändringar i Första till Fjärde AP-fondernas förvaltningsmodeller under 2009

Förändringar i fondernas förvaltningsmodeller	
Ökat fokus på dynamisk modell/arbetsätt	<ul style="list-style-type: none"> Flera fonder har påbörjat ett arbete med att göra förvaltningsmodellerna mer dynamiska <ul style="list-style-type: none"> Högre ambition att fatta medelfristiga beslut för att anpassa portföljens förväntade avkastning och risk Mindre fokus på passiv rebalansering mot en långsiktig referensportfölj (tvingande regler) och mer fokus på omviktning genom medvetna beslut Bredare riskmandat från styrelsen och ökad delegering till förvaltningsorganisationen att ta beslut inom riskmandaten Första och Tredje AP-fonderna har genomfört de största förändringarna under 2009
Ökat fokus på totalportföljen och total risk	<ul style="list-style-type: none"> Flera fonder har ökat fokus på styrning, avkastning och risk baserat på den totala portföljen <ul style="list-style-type: none"> Första AP-fonden fokuserar sedan 2009 helt på totalportföljen och följer inte upp mot index för totalportföljen Modellen som Tredje AP-fonden infört under 2009 fokuserar endast på totalportföljen och skiljer inte längre på beslut med långsiktig och medelfristig horisont Tredje AP-fonden har ökat fokus på styrning av den totala risken i portföljen genom allokering i riskklasser istället för tillgångsklasser
Förändringar i aktiv förvaltning	<ul style="list-style-type: none"> Samtliga fonder bedriver aktiv förvaltning, men flera fonder har genomfört förändring i hur de arbetar med aktiv förvaltning, till exempel <ul style="list-style-type: none"> Mer "långsiktig" aktiv förvaltning, d.v.s. innehav behålls längre och färre transaktioner genomförs Lägre risknivå i den aktiva förvaltningen Flera fonder har också minskat sin aktiva förvaltning, till exempel stängde Andra AP-fonden ned sin aktiva globala aktieförvaltning och Första AP-fonden stängde helt sina aktiva mandat baserade på kvantitativa modeller Ökat fokus på medelfristiga och långfristiga beslut relativt aktiv förvaltning
Ökat fokus på alternativa investeringar	<ul style="list-style-type: none"> Fonderna har höjt sin ambition att investera i alternativa investeringar för att <ul style="list-style-type: none"> Dra nytta av riskpremier som finns tillgängliga för långsiktiga investerare Diversifiera portföljen Fonderna planerar att genomföra skiftet mot mer alternativa investeringar stegvis i och med att det kräver att fonden har likviditet, attraktiva investeringsmöjligheter samt att fonderna vill begränsa transaktionskostnaderna

KÄLLA: Intervjuer; McKinsey-analys

¹ Lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192), Propositionen om AP-fonden i det reformerade pensionssystemet (1999/2000:46)

Första och Tredje AP-fonderna bedöms ha genomfört de största förändringarna mot ett mer dynamiskt arbetssätt under 2009, men även Andra och Fjärde AP-fonderna har ökat ambitionen att arbeta mer dynamiskt genom att ta fler medelfristiga beslut.

Flera av fonderna har under 2009 slutat följa upp avkastningen från långsiktiga, medelfristiga och aktiva förvaltningsbeslut separat. Första och Tredje AP-fonderna arbetar inte längre med separata långfristiga och medelfristiga portföljer, utan fokuserar idag på totalportföljen. Första AP-fonden har också slutat följa upp och rapportera avkastningen från aktiv förvaltning för totalportföljen. Andra AP-fonden särskiljer sedan tidigare inte på långfristiga och medelfristiga beslut. Tredje AP-fonden har också ökat fokus på styrning av den totala risken i portföljen genom att införa en allokering i riskklasser istället för tillgångsklasser.

Samtliga fyra fonder har under 2009 genomfört förändringar i hur de arbetar med aktiv förvaltning genom att sänka risknivån och arbeta mer med ”långsiktig” aktiv förvaltning genom att behålla innehav längre perioder och genomföra färre transaktioner. Detta innebär att förändringar i de aktiva positionerna sker mer sällan än tidigare. Första och Andra AP-fonderna stängde också under 2009 delar av sin aktiva förvaltning.

Alla fyra fonderna höjde under 2009 sin ambition att investera i alternativa tillgångar. Syftet är att fånga de illikviditetspremier som är tillgängliga för långsiktiga investerare samt för att skapa diversifiering. Fonderna planerar att genomföra skiftet mot ökad andel alternativa tillgångar stegvis eftersom det kräver att fonden har likviditet, attraktiva investeringsmöjligheter samt att fonderna vill begränsa transaktionskostnaderna.

Förändringarna under 2009 innebär att Första till Fjärde AP-fondernas förvaltningsmodeller idag skiljer sig väsentligt mer än tidigare (Bild 9). De grundläggande principerna som ligger till grund för fondernas förvaltningsmodeller, deras s.k. ”investeringsfilosofi”, har dock flera gemensamma drag. Samtliga fonder arbetar med en kombination av långfristiga och medelfristiga strategiska beslut, aktiv förvaltning och en kombination av extern och intern förvaltning, men på olika sätt och med olika fokus. Efter förändringar av förvaltningsmodellerna under 2009 bedöms Första och Tredje AP-fonderna fokusera mer på medelfristiga beslut än Andra och Fjärde AP-fonderna. Andra och Fjärde AP-fonderna bedöms 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. Tredje AP-fonden har helt separerat alfa- och betaförvaltningen. Första och Tredje AP-fonderna arbetar med en högre andel kapital under extern förvaltning än Andra och Fjärde AP-fonderna.

Översikt Första till Fjärde AP-fondernas förvaltningsmodeller

December 2009

	AP1	AP2	AP3	AP4
Investerings-filosofi	<ul style="list-style-type: none"> Långsiktighet Flexibilitet Kostnadseffektivitet Fokus på totalportföljen 	<ul style="list-style-type: none"> Systematisk riskexponering mot riskpremier Dynamiskt förhållningssätt Fokuserad och flexibel aktiv förvaltning Kostnadseffektivitet 	<ul style="list-style-type: none"> Risktagande Riskspridning Analysförmåga (avkastning och risk kan bedömas) Tidsdiversifiering 	<ul style="list-style-type: none"> Fokus på allokering Aktiv förvaltning endast vid goda förutsättningar Val mellan extern/intern förvaltning baserat på kostnad och avkastning
Allokering <ul style="list-style-type: none"> Långfristig Medel-fristig 	<ul style="list-style-type: none"> Långsiktig portfölj på 5 års sikt ("Medellång" portfölj) Fokus på medelfristigt portfölj ("Målportföljen") på 1-1,5 års sikt – anger inriktningen för förvaltningen Portföljerna arbetas fram av Strategikommittén², styrelsen ställer sig bakom inriktning och ger riskmandat 	<ul style="list-style-type: none"> Långsiktig (Strategisk) portfölj på minst 10 års sikt Fattar inga medelfristiga beslut som kan särskiljas från långsiktiga. Gruppen DAA¹ kan föreslå större förändringar i långsiktig portföljen baserat på förändringar i de långsiktiga marknadsförutsättningarna Styrelsen beslutar strategisk portfölj 	<ul style="list-style-type: none"> Dynamisk allokerings-process som inkluderar både lång- och medel-fristiga beslut med fokus på totalportföljen Beslut implementeras genom allokering i riskklasser Styrelsen beslutar övergripande exponering, VD implementerar inom avvikelsemandatet 	<ul style="list-style-type: none"> Långsiktig portfölj (Normalportfölj) med 40 års sikt Medelfristigt portfölj med 2-5 års sikt (Strategisk portfölj) baserad på marknads- och portföljanalys anger medelfristigt inriktning Långsiktig och medelfristigt portfölj beslutas av styrelsen
Aktiv förvaltning	<ul style="list-style-type: none"> Aktiv förvaltning i delportföljerna, men följs inte upp mot hela portföljen och rapporteras inte Implementeras genom long-only³ mandat 	<ul style="list-style-type: none"> 40% av kapitalet förvaltas aktivt Implementering genom long-only³ och kapitallösa mandat 	<ul style="list-style-type: none"> Aktiv förvaltning på två sätt – Alfa-risk genom investeringar i kapitallösa mandat – 39% enhanced-beta⁴ mandat i betaportföljen 	<ul style="list-style-type: none"> 58% av tillgångarna förvaltas aktivt och all likvid aktiv förvaltning är intern Implementering genom long-only³ och kapitallösa mandat
Extern vs. intern förvaltning	<ul style="list-style-type: none"> Extern förvaltning står för 42% av den totala 	<ul style="list-style-type: none"> 24% av totalt kapital förvaltas externt 	<ul style="list-style-type: none"> 45% av betaportföljen förvaltas externt 	<ul style="list-style-type: none"> 21% av tillgångarna förvaltas externt

1 Dynamic asset allocation – Grupp bestående av VD, CIO och strategichef

2 Strategikommittén består av VD samt cheferna för enheterna Aktier, Räntor/Valuta, Externförvaltning och Allokeringseenheten

3 Long-only mandat är investeringar direkt i en underliggande tillgång, till exempel aktier

4 Mandat baserat på index, men små avvikelser förekommer

KÄLLA: Intervjuer; McKinsey-analys

Förändringarna som Första till Fjärde AP-fonderna genomfört under 2009 liknar på flera sätt hur många andra långsiktiga kapitalförvaltare utvecklar sin verksamhet baserat på erfarenheterna under de senaste åren. Många kapitalförvaltare har idag en ambition att arbeta mer dynamiskt genom att ta fler medelfristiga beslut med målet att bättre kunna hantera svängningar i kapitalmarknaderna och risken vid stora marknadsrörelser. De här ambitionerna är dock fortfarande nya och finns få exempel på kapitalförvaltare som framgångsrikt har implementerat dynamiska förvaltningsmodeller. Många långsiktiga kapitalförvaltare har sedan tidigare ett högre fokus på alternativa tillgångar än AP-fonderna och många av dem har efter finanskrisen ytterligare höjt ambitionen inom alternativa tillgångar. Flera kapitalförvaltare och pensionsfonder har också liksom Tredje AP-fonden ökat fokus på att styra risken i portföljen genom att allokera kapital till riskklasser istället för tillgångsslag.

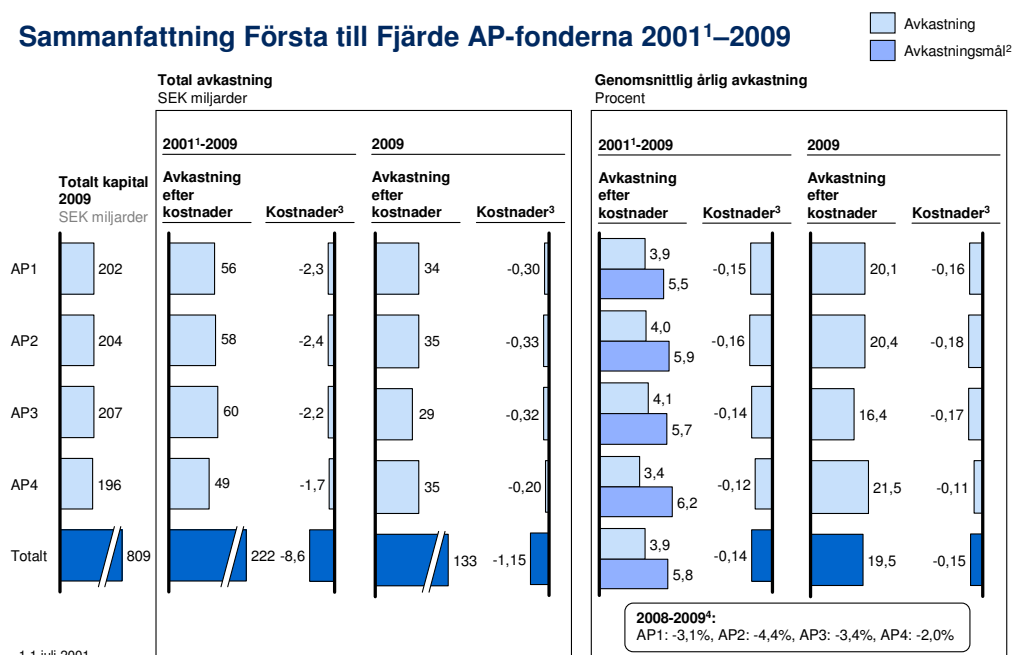
Sedan 1 juli 2001 har Första till Fjärde AP-fonderna totalt genererat en avkastning efter kostnader på SEK 222 miljarder eller 3,9% per år (Bild 10). Tredje AP-fonden har under perioden haft högst avkastning med SEK 60 miljarder eller 4,1% per år följt av Andra AP-fonden med SEK 58 miljarder eller 4,0% per år, Första AP-fonden SEK 56 miljarder eller 3,9% per år och Fjärde AP-fonden med SEK 49 miljarder eller 3,4% per år. Utvecklingen 2009 förbättrade väsentligt avkastningen under perioden och varierade mellan SEK 29 miljarder och SEK 35 miljarder eller 16,4% och 21,5%. Trots detta uppnådde ingen av Första till Fjärde AP-fonderna 2001–2009 sina nominella målsättningar, vilka för perioden varierar mellan 5,5% och 6,2%.

Under perioden 2001–2009 uppgick Första till Fjärde AP-fondernas totala redovisade kostnader till SEK 8,6 miljarder eller i genomsnitt 0,14% av kapitalet per år. 2009 var deras totala redovisade kostnader SEK 1,2 miljarder eller 0,15% av kapitalet. Fjärde AP-fonden redovisade 2009 kostnader på SEK ~0,20 miljarder (0,11%), Första AP-fonden SEK ~0,30 miljarder (0,16%), Tredje AP-fonden SEK ~0,32 miljarder (0,17%) samt Andra AP-fonden SEK ~0,33 miljarder (0,18%). Fjärde AP-fondens lägre kostnader förklaras främst av lägre provisionskostnader till externa förvaltare. Som referens kan nämnas att de utländska fonder som buffertfonderna jämförs med i kapital 2 i genomsnitt 2008/2009 redovisade kostnader på mellan 0,13% och 0,27% av kapitalet.

Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar. En högre kostnad för t.ex. provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden. En direkt jämförelse av fondernas redovisade kostnader försvåras också av att prestationsbaserade kostnader ofta inte redovisas som kostnader utan ingår i nettoresultatet för tillgångarna, samt att förvaltningskostnader för onoterade tillgångar där återbetalning medges innan vinstdelning redovisas som del av ingående marknadsvärde.

Bild 10

Sammanfattning Första till Fjärde AP-fonderna 2001¹–2009



1 1 juli 2001

2 Nominella avkastningsmål; Andra till Fjärde AP-fondernas reala avkastningsmål har justerats med genomsnittlig inflation på 1,6% per år för perioden

3 Kostnader från årsredovisningar: rörelsens kostnader (personalkostnader, övriga förvaltningskostnader) samt provisionskostnader; exklusive management fees och andra prestationsbaserade arvoden till externa förvaltare. I procent beräknat som andel av genomsnittet av ingående och utgående marknadsvärden, och för perioden 2001-2009 som genomsnittet för årskostnaden för de nio åren

4 Fonderna bör utvärderas över en längre tidsperiod, men relevant att förstå hur fonderna klarade av två extrema år 2008-2009

KÄLLA: AP-fonderna, McKinsey-analys

Första till Fjärde AP-fondernas resultat bör utvärderas över en lång tidsperiod givet deras uppdrag att skapa långsiktigt hög avkastning till låg risk. Dock kan det finnas värde i att jämföra hur väl fonderna klarade av de två extrema åren som kapitalförvaltningsbranschen upplevde 2008-2009 med stora svängningar. En jämförelse visar att fonderna 2008-2009 genererade en genomsnitt årlig avkastning mellan -2,0%

och -4,4%. Fjärde AP-fonden klarade sig bäst följd av Första AP-fonden, Tredje AP-fonden och Andra AP-fonden.

Skillnaden i avkastning mellan Första till Fjärde AP-fonderna är relativt liten i jämförelse med urvalet av utländska pensionsfonder i kapitel 2. De utländska pensionsfonderna genererade 2009 en avkastning på mellan 8,1% och 25,6% och 2005-2009 en avkastning på mellan 2,5% och 7,7% per år. Första till Fjärde AP-fonden genererade 2009 en avkastning på mellan 16,4% och 21,5% och 2005-2009 mellan 4,8% och 4,9% per år. Den relativt mindre skillnaden drivs i hög utsträckning av att skillnaderna mellan AP-fondernas tillgångsallokering är mindre (tillgångsslag och geografiska marknader).

Som tidigare beskrivits arbetar fonderna på olika sätt med aktiv förvaltning, vilket försvårar jämförelser mellan fonderna. Första AP-fonden rapporterar inte heller längre resultatet från sin aktiva förvaltning. Gemensamt för Andra, Tredje och Fjärde AP-fonderna är dock att alla tre fonderna 2009 uppnådde positiv aktiv avkastning som gav ett betydande bidrag till den totala avkastningen. 2008 var utfallet det omvända och alla fyra fonderna genererade negativ avkastning från aktiv förvaltning. Delar av resultatet från den aktiva förvaltningen 2009 förklaras av att fonderna beslutade att behålla aktiva positioner som utvecklats svagt 2008 och som återhämtade sig under 2009. Andra delar av det positiva resultatet från aktiv förvaltning förklaras av beslut att ta nya aktiva positioner.

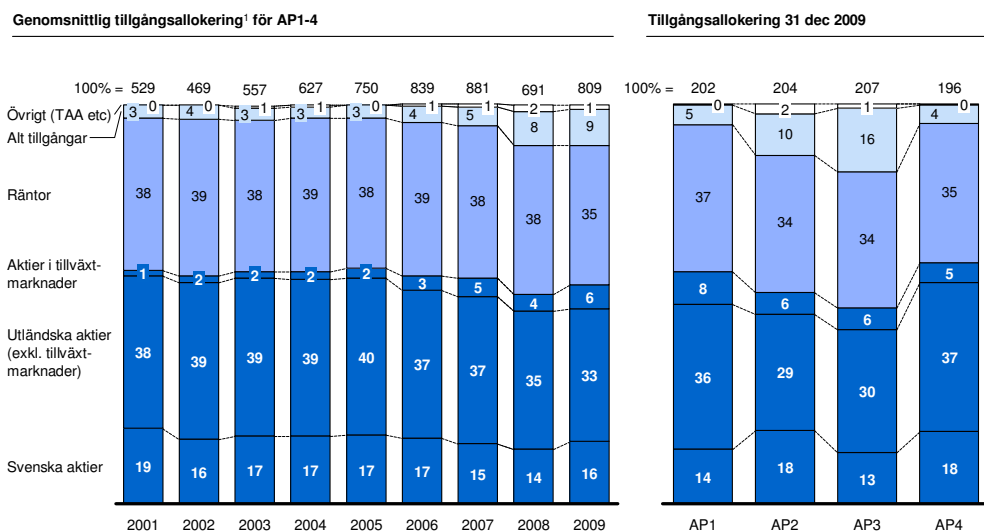
Första till Fjärde AP-fondernas aggregerade faktiska tillgångsallokering har sedan 2001 varit relativt stabil. Andelen svenska aktier har varierat mellan 19% och 14% och utländska aktier mellan 39% och 42% (Bild 11). Sedan 2005 har fonderna dock successivt ökat allokeringen till alternativa tillgångar från 3% till 10%. Givet fondernas ambition att fortsätta öka fokus på alternativa tillgångar kan andelen förväntas fortsätta öka i framtiden. Dock begränsas fonderna av sina placeringsregler, som bland annat begränsar hur mycket fonderna får investera i onoterade tillgångar (max 5%). För investeringar i fastigheter finns dock inga motsvarande begränsningar. Fonderna har också inom utländska aktier ökat andelen aktier i tillväxtmarknader successivt och vid utgången av 2009 hade de 6% investerat i aktier i tillväxtmarknader.

Om man jämför fonderna 2009 ser man att Fjärde AP-fonden har högst andel av kapitalet investerat i aktier och tillsammans med Andra AP-fonden den högsta andelen svenska aktier. Tredje AP-fonden hade den lägsta andelen noterade aktier och den högsta andelen alternativa tillgångar. Skillnaden i exponering mot aktiemarknaderna, och speciellt Sverige som utvecklades mycket stark 2009, är en viktig orsak till skillnaderna i fondernas avkastning 2009.

Bild 11

Faktisk tillgångsallokering Första till Fjärde AP-fonderna

% av fondernas faktiska portfölj; 100% = SEK miljarder



¹ Årlig genomsnittlig tillgångsallokering

² Overlaymandat, TAA, etc.

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

KÄLLA: AP-fonderna; McKinsey-analys

I årets utvärdering har fördjupningsområdet varit Första till Fjärde AP-fondernas ägarstyrning av innehav. Syftet med fördjupningsområdet är att beskriva vilka förutsättningar fonderna har för att bedriva ägarstyrning i sina innehav och hur de idag bedriver ägarstyrning. Fokus har varit att beskriva likheter och skillnader mellan Första till Fjärde AP-fonderna samt att jämföra med ett urval av andra kapitalförvaltare. Hela utvärderingen presenteras i kapitel 10.

Fördjupningsområdet visar att Första till Fjärde AP-fonderna investerar i globala portföljer som framförallt består av små minoritetsinnehav (upp till 10% av rösterna, men oftast en betydligt lägre röstandel¹) i flera tusen listade bolag (mellan 1 800-4 500 aktieinnehav per fond). Det innebär att fonderna bör jämföras med institutionella investerare med en liknande investeringsstrategi. I årets fördjupningsområde har fonderna jämförts med de svenska pensionsbolagen AMF och Alecta och de utländska pensionsfonderna SPU i Norge, ATP i Danmark, ABP i Holland, FRR i Frankrike och CPP i Kanada. De här pensionsbolagen och pensionsfonderna valdes för att de ofta ses som goda exempel och de har en liknande roll som Första till Fjärde AP-fonderna i respektive lands pensionsystem. Institutionella investerare som Första till Fjärde AP-fonderna och de utvalda pensionsbolagen och utländska pensionsfonderna kan utöva

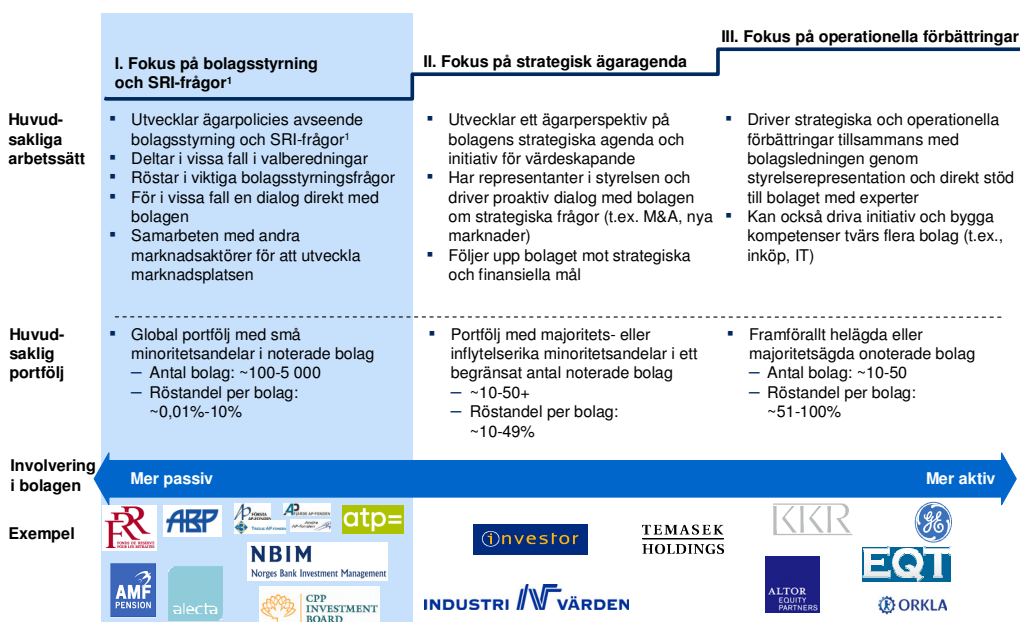
¹ Sällan mer än 1,0% i svenska innehav och 0,1% i utländska innehav

ägarstyrning främst genom att utveckla ägarpolicy avseende bolagsstyrning¹ och SRI-frågor² samt att delta i utnämningar av styrelseledamöter, rösta i bolagsstyrningsfrågor och i vissa fall föra en dialog direkt med bolagen för att påverka hur bolagen arbetar med bolagsstyrning och SRI-frågor (Bild 12).

Bild 12

Olika modeller för ägarstyrning av innehav

Mest relevant jämförelse med AP1-4



¹ Social Responsible Investing, dvs hänsyn till miljö, etik, jämställdhet etc.
KÄLLA: Årsredovisningar; McKinsey-analys

Det är mindre relevant att jämföra fonderna med investerare som är majoritets- eller större minoritetsägare i ett färre antal innehav med syftet att även utveckla bolagens strategi och i vissa fall även driva operationella förbättringar tillsammans med bolagens ledning.

Första till Fjärde AP-fondernas styrelser har stor frihet att utforma fondernas ägarstyrningspolicy. Fonderna ska enligt lag inte ta näringspolitisk hänsyn och huvudmannen ska inte styra över fonderna utöver vad som följer av rätten att utse styrelse³. Det finns dock ett par viktiga faktorer i det svenska AP-fondsytet som påverkar fondernas möjligheter att utöva ägarstyrning. Det svenska AP-fondsytet är unikt med fyra separata fonder som förvaltar var sin del av pensionskapitalet med syftet att skapa konkurrens, diversifiering och att begränsa risken för maktkoncentration. Första

¹ Till exempel frågor angående ersättning, kapitalstruktur, röst/förslagsrätt och styrelsenominering

² SRI = Social Responsible Investing, det vill säga etik- och miljöfrågor

³ Lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192), Propositionen om AP-fonden i det reformerade pensionssystemet (1999/2000:46)

till Fjärde AP-fonderna får också enligt lag maximalt äga 10% av rösterna i ett noterat bolag och högst 2% av Stockholmsbörsen. De flesta av de institutionella investerarna AP-fonderna jämförts med saknar liknande regler om maximalt ägande. Det här bidrar till att Första till Fjärde AP-fonderna idag har ett mindre genomsnittlig ägande i sina innehav och på sin hemmabörs än de flesta av jämförelsefonderna. Första till Fjärde AP-fonderna äger idag mellan 0,8% och 1,4% av Stockholmsbörsen och har mellan 66 och 248 svenska innehav. Det kan jämföras med Alecta och AMF som äger 1,7% respektive 2,4% av Stockholmsbörsen och har ~40 respektive ~50 svenska innehav. De utländska pensionsfonderna äger upp till 3,5% av sin lokala börs och har ett varierande antal innehav.

Med den här bakgrunden har Första till Fjärde AP-fondernas ägarstyrning jämförts sinsemellan samt med urvalet av andra institutionella investerare på fyra områden: 1) omfattningen av fondernas ägarstyrning, 2) fondernas arbetssätt för att utöva ägarstyrning, 3) fondernas organisation och resurser för ägarstyrning samt 4) hur fonderna arbetar för att följa upp hur bolag följer fondernas ägarpolicys (Bild 13). Sammanfattningsvis bedöms Första till Fjärde AP-fondernas ägarstyrning fungera väl och fonderna bedöms i Sverige ha inflytande i ägarstyrningsfrågor som motsvarar, och i vissa fall överstiger, deras ägande i sina innehav. Första till Fjärde AP-fonderna bedöms ha väl utvecklade policys både för bolagsstyrning och SRI-frågor och det finns små skillnader mellan innehållet i de fyra AP-fondernas ägarstyrningspolicys. AP-fondernas ägarstyrningspolicys bedöms följa bästa praxis inom kapitalförvaltningsbranschen (t.ex. OECDs riktlinjer för bolagsstyrning, FNs konventioner om mänskliga rättigheter) och omfattningen i AMFs, Alectas och de utländska pensionsfondernas ägarstyrningspolicys överensstämmer i hög utsträckning med Första till Fjärde AP-fondernas policys.

Första till Fjärde AP-fonderna bedöms också använda sig av de arbetssätt och verktyg som är lämpade för en institutionell investerare med deras profil. En skillnad jämfört med de svenska pensionsbolagen är att AP-fonderna är mer involverade i samarbeten med andra investerare för att driva frågor om bolagsstyrning och SRI. Jämfört med de utländska pensionsfonderna fokuserar Första till Fjärde AP-fonderna på att aktivt rösta direkt på bolagsstämmorna i sina största innehav på hemmamarknaden, medan fonderna bara röstar i en mindre andel av sina utländska innehav. De utländska pensionsfonderna röstar i princip i alla sina innehav, men indirekt genom automatiska röstningsprotokoll. Ett samarbete pågår mellan Första till Fjärde AP-fonderna med syftet att öka antalet utländska bolag fonderna röstar i.

Jämförelse av Första till Fjärde AP-fondernas ägarstyrning av innehav

	Första till Fjärde AP-fonderna	Alecta och AMF	Utländska pensionsfonder (ABP, ATP, FRR, CPPIB, SPU)
Omfattning	<ul style="list-style-type: none"> Högt fokus på bolagsstyrning på den lokala marknaden, mindre på de utländska innehaven (genom röstningsplattform) SRI-frågor viktiga men framförallt i utländsk portfölj genom Etikrådet då behovet av insatser i Sverige är mindre 	<ul style="list-style-type: none"> Framförallt fokus på bolagsstyrning på den lokala marknaden SRI-frågor på agendan, men mest i utländsk portfölj då behovet i Sverige är mindre Fokus på SRI-frågor är mindre än för AP-fonderna (till exempel mindre omfattande arbete med företagsdialoger) 	<ul style="list-style-type: none"> Mer jämnt fokus på bolagsstyrning oavsett marknad Viss skillnad mellan fondernas fokus <ul style="list-style-type: none"> – FRR fokuserar på SRI-frågor – CPPIB fokuserar på bolagsstyrning
Arbetsätt	<ul style="list-style-type: none"> Valberedningar viktigt verktyg (mellan 1-23 för fonderna) Röstar i 8-18% av innehav, i Sverige direkt på bolagsstämmor och i utlandet indirekt genom röstningsplattform Flera formella samarbeten med andra marknadsintressenter (till exempel Ägarföreningen, ICGN¹, NBK¹) 	<ul style="list-style-type: none"> Valberedningar viktigt verktyg (AMF 20, Alecta 25) Röstar i 20-40% av innehaven, Alecta röstar direkt i Sverige och indirekt i utlandet, AMF endast direkt i Sverige Få formella samarbeten för marknadspåverkan tillsammans med andra marknadsintressenter 	<ul style="list-style-type: none"> På grund av systemskillnad (få länder har system med valberedningar) deltar fonderna i få valberedningar Röstar i en stor andel av innehaven (90+%), men nästan enbart indirekt genom röstningsplattformar eller externa förvaltare Vanligt med formella samarbeten med andra marknadsintressenter
Organisation och resurser	<ul style="list-style-type: none"> Ägarstyrningsgrupp med 2-5 seniora medarbetare motsvarande 2-3 heltidstjänster Stöd av andra medarbetare (inklusive förvaltare) 	<ul style="list-style-type: none"> Ägarstyrningsgrupp med 4-5 seniora medarbetare motsvarande 1-2 heltidstjänster Stöd av andra medarbetare (inklusive förvaltare) 	<ul style="list-style-type: none"> Stora ägarstyrningsorganisation med resurser motsvarande 4-20 heltidsanställda, dock ej större än Första till Fjärde AP-fonderna i förhållande till förvaltad kapital Ofta uppdelar i två delar: SRI och bolagsstyrning
Uppföljning	<ul style="list-style-type: none"> Samarbetar genom Etikrådet i SRI-frågor Screening av efterlevnad av policies genom extern part Högt fokus på dialog för förändring, men utesluter bolag som sista utväg 	<ul style="list-style-type: none"> Screening av efterlevnad av policies genom extern part För dialog med bolag, men spenderar mindre resurser på dialoger än AP-fonderna och utesluter bolag 	<ul style="list-style-type: none"> Screening av efterlevnad av policies genom extern part (utom för CPP) De flesta fokuserar på dialog, men stor spridning i hur man arbetar med uteslutning, från uteslutning av hela branscher (SPU) till att som princip ej utesluta bolag (CPP)

¹ ICGN - International Corporate Governance Network, NBK – Näringslivets Börskommitté
KÄLLA: Årsredovisningar, fondhemsidor, intervjuer, McKinsey-analys

Även avseende organisation och resurser samt uppföljning bedöms Första till Fjärde AP-fonderna visa stora likheter med de jämförda pensionsbolagen och utländska pensionsfonderna. Första till Fjärde AP-fonderna har alla en ägarstyrningsorganisation som motsvarar 2-3 heltidstjänster, vilket bedöms vara något fler resurser än hos Alecta och AMF. Ägarstyrningsorganisationen hos de utländska pensionsfonderna varierar i storlek, men i förhållande till förvaltad kapital bedöms de vara något mindre än i Första till Fjärde AP-fonderna.

Första till Fjärde AP-fonderna samarbetar genom Etikrådet för uppföljning av SRI-frågor. Liksom både de svenska pensionsbolagen och de utländska pensionsfonderna använder Etikrådet en extern konsult för att regelbundet följa upp att innehaven följer fondernas SRI-riktlinjer (baserat på lagar och konventioner). Om ett bolag inte uppfyller riktlinjerna inleder AP-fonderna en dialog med bolaget för att få till stånd en förändring. Bara som en sista utväg använder fonderna uteslutning, vilket är i linje med hur de flesta av jämförelsefonderna arbetar. AP-fonderna bedöms dock lägga mer resurser på att föra dialoger med bolag som inte uppfyller fondernas riktlinjer än de svenska pensionsbolagen.

□ □ □

Baserat på årets utvärdering av Första till Fjärde AP-fonderna har vi identifierat tre nyckelfrågor som bedöms vara viktiga att diskutera för att utveckla fondernas verksamhet framåt.

- **Nya dynamiska förvaltningsmodeller.** Vilka krav ställer mer dynamiska förvaltningsmodeller på fonderna och hur kan fonderna säkerställa bästa möjliga förutsättningar att vara framgångsrika? Det är en trend inom kapitalförvaltningsbranschen att försöka gå mot mer dynamiska allokeringsmodeller med målet att bättre kunna förutse och utnyttja svängningar på kapitalmarknaderna. Det finns dock fortfarande få exempel på andra pensionsfonder som framgångsrikt implementerat de nya arbetssätten. Mer dynamiska arbetssätt ställer mycket höga krav på ledande kompetens i form av analys (t.ex. makroekonomi, branscher och kapitalmarknader), beslutsprocesser och uppföljning. Modellerna kräver också att fonderna kan vara uthålliga och vågar ta positioner som över längre tidsperioder kan ge underavkastning mot marknaden och konkurrenterna. Det bedöms därför vara viktigt att förstå hur AP-fonderna kan säkerställa den ledande kompetens som krävs (t.ex. externt eller internt), vad som krävs i termer av interna processer och uppföljning och vilken ambitionsnivå fonderna bör ha med de nya dynamiska modellerna.
- **Aktiv förvaltning.** Har fonderna efter förändringarna 2008-2009 skapat förutsättningar att långsiktigt skapa positiv aktiv avkastning efter kostnader? Fonderna har genomfört förändringar i sin aktiva förvaltning och det finns idag stora skillnader i hur fonderna arbetar med aktiv förvaltning. Fram till och med 2008 var fondernas resultat från aktiv förvaltning blandade och 2008 genererade fonderna stora negativa resultat från aktiv förvaltning. 2009 uppnådde fonderna stora positiva resultat från aktiv förvaltning.
- **Ägarstyrning i utländska innehav.** Hur långt bör fonderna gå i ambitionen att utöva mer aktiv ägarstyrning i sina utländska innehav? Första till Fjärde AP-fonderna fokuserar på att rösta aktivt på bolagsstämmorna i svenska innehav och röstar idag bara i en mindre andel av sina utländska innehav. De flesta utländska pensionsfonderna röstar i de flesta innehaven, men indirekt genom automatiska röstningsprotokoll. AP-fonderna samarbetar idag för att öka antalet utländska bolag man röstar i. För att förstå vad som är en lämplig ambitionsnivå för AP-fonderna behöver man göra en avvägning mellan möjligheterna att påverka som en liten minoritetsägare, kvaliteten i röstningen genom de lösningar för automatiska röstningsprotokoll som finns och merkostnaden för att rösta i fler bolag.

Sjätte AP-fonden 1997–2009

Sjätte AP-fondens uppdrag¹ är att uppnå hög avkastning med tillfredställande riskspridning genom att investera i riskkapital främst i Sverige. Sjätte AP-fonden är också en stängd fond utan in- och utflöden. Dessa speciella förutsättningar påverkar fondens möjligheter till geografisk diversifiering och försvårar jämförelser med externa benchmarks.

Fonden förvaltade i slutet av 2009 ett totalt kapital på SEK 18,2 miljarder, uppdelat i en investeringsverksamhet (SEK 18,6 miljarder) samt en internbank² (SEK -0,4 miljarder). Fondens investeringsverksamhet är i sin tur indelad i de tre marknadssegmenten mogna bolag (60% av kapitalet i investeringsverksamheten 2009), expansionsbolag (29%) samt noterade småbolag (11%). I varje segment gör fonden en kombination av direktinvesteringar och investeringar via externa fonder. Styrelsen i Sjätte AP-fonden har satt ett avkastningsmål för fondens totala portfölj på riskfri ränta plus en riskpremie om 4,5% över fem år.

Sjätte AP-fondens totala kapital har 1997-2009 vuxit med SEK 7,8 miljarder, vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 4,4% per år (Bild 14). Under perioden 2003-2009, då en majoritet av fondkapitalet har varit investerat i fondens investeringsverksamhet, har Sjätte AP-fondens avkastning efter kostnader för hela portföljen varit 6,6% per år, vilket är 0,4% lägre än fondens avkastningsmål, men högre än inkomstindex. Fondens kostnader under 2003-2009 har varierat mellan SEK 140-180 miljoner per år (0,80%-1,40% av förvaltad kapital per år) och 2009 uppgick fondens kostnader till SEK 146 miljoner (0,84%).

Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet genererade en avkastning efter kostnader på 9,4% per år under 2003-2009. Fondens avkastning i investeringsverksamheten är i hög grad driven av marknadssegmentet mogna bolag, som genererade 18,3% avkastning per år 2003-2009, medan expansionsbolag och noterade småbolag genererade -5,8% respektive 10,5%³ avkastning per år 2003-2009 (Bild 15).

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

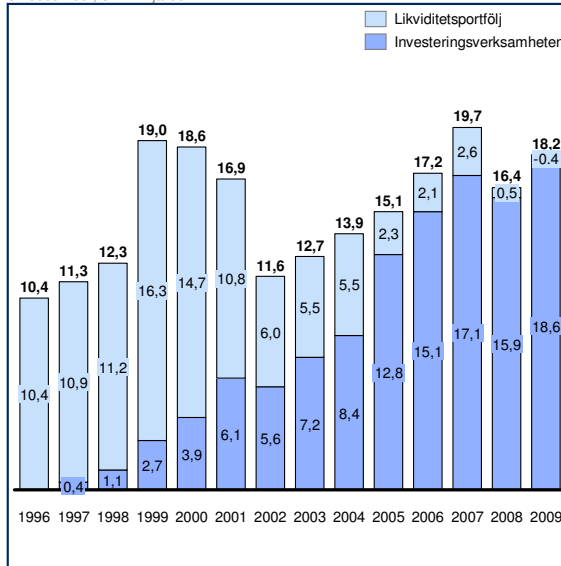
² Fram till 2003 förvaltade Sjätte AP-fonden en majoritet av sitt kapital i en likviditetsportfölj (numera den s.k. internbanken). 2009 utnyttjade Sjätte AP-fonden delar av en bankkredit på totalt SEK 3 miljarder

³ Noterade småbolag introducerades i portföljen vid utgången av 2005

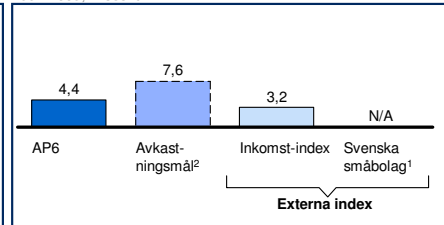
Bild 14

Sammanfattning Sjätte AP-fondens totala portfölj

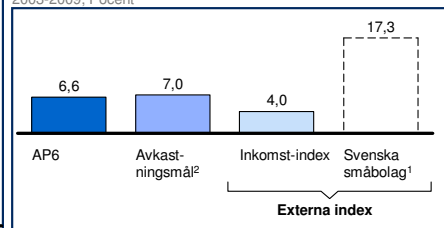
Totalt kapital 1997-2009
31 december; SEK miljarder



Genomsnittlig årlig avkastning efter kostnader
1997-2009; Procent



Genomsnittlig årlig avkastning efter kostnader
2003-2009; Procent



Externa index svåra att använda som jämförelse mot fondens resultat givet fondens speciella förutsättningar men kan utgöra en referenspunkt

1 Total return MSCI Swedish Smallcap
2 Sedan 2003 har fonden ett mål på 4,5% plus riskfri ränta (reporänta). Före 2003 hade fonden ett börsindex som mål. 1997-2009 var riskfria räntan 3,1% per år, under 2003-2009 var riskfria räntan 2,5% per år
KÄLLA: Sjätte AP-fonden; Datastream; McKinsey-analys

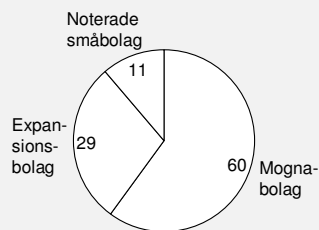
BILD 15

Resultat Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet

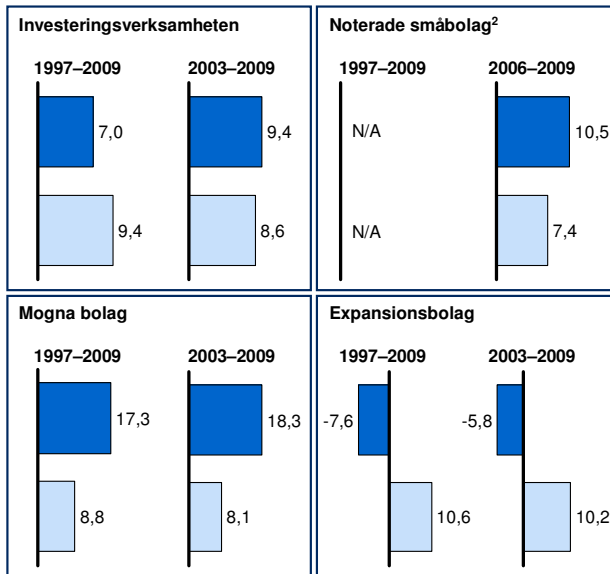
IRR (efter externa kostnader); Procent

■ Sjätte AP-fonden ■ Avkastningsmål¹

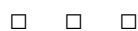
% av totala tillgångar investeringsverksamheten 2009
100% = SEK 18,6 miljarder



Kombination av direktinvesteringar och fondinvesteringar i varje marknadssegment



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



Baserat på årets utvärdering av Sjätte AP-fonden har vi identifierat två nyckelfrågor som bedöms vara viktiga att diskutera för att utveckla fondens verksamhet framåt.

- **Investeringsfokus.** Vad bör Sjätte AP-fondens investeringsfokus vara för att långsiktigt skapa högsta möjliga avkastning med tillfredställande riskspridning? För att besvara den här frågan bedöms det vara viktigt att förstå vilka förutsättningar Sjätte AP-fonden har att långsiktigt framgångsrikt investera i tre marknadssegment (mogna bolag, expansionsbolag och noterade småbolag) både genom direkta och indirekta investeringar samt hur ett annorlunda investeringsfokus skulle påverka fondens riskprofil. En bedömning av Sjätte AP-fondens förutsättningar har inte genomförts inom ramen för årets grundläggande utvärdering. Dock har få liknande investerare idag en lika bred investeringsinriktning och det finns stora skillnader i vad som utmärker ledande investerare inom direkt och indirekta investeringar samt inom de tre marknadssegmenten. De flesta liknande investerare fokuserar på direkta eller indirekta investeringar i ett eller två marknadssegment.
- **Investeringar i expansionsbolag.** Bör Sjätte AP-fonden fortsätta investera i expansionsbolag? Idag har Sjätte AP-fonden ~1/3 av kapitalet investerat i expansionsbolag och har haft negativ avkastning på expansionsbolag sedan starten 1997. Fondens styrelse beslutade 2009 att under fem år utvärdera expansionsbolagssegmentet, men inga beslut om investeringsstopp eller försäljningar har tagits. Erfarenheter från andra investerare visar att få investerare historiskt har lyckats skapa god avkastning på investeringar i expansionsbolag både i Sverige och i Europa.

Sjunde AP-fonden 2001-2009

Sjunde AP-fondens uppdrag är att förvalta Premiesparfonden (PSF) och Premievals-fonden (PVF) i enlighet med de regler som gäller för privata värdepappersfonder och fondbolag, som deltar i förvaltningen av premiepensionsmedlen¹. Uppdraget är även att förvalta PSF till en lägre risk än vad privata alternativ innebär (risk definieras av fondens styrelse som volatiliteten i avkastningen). Givet uppdraget har fondens styrelse fastställt målen att avkastningen för PSF under löpande femårsperioder minst ska motsvara PPM-index², medan avkastningen för PVF över en löpande femårsperiod minst ska motsvara PPM-index plus 0,35%.

PSF och PVF har 2001-2009 genererat en årlig NAV-avkastning på 0,7% respektive 0,2% (Bild 16). Därmed är Sjunde AP-fonden den av AP-fonderna som haft den lägsta avkastningen över sin utvärderingsperiod. Den viktigaste orsaken till det här är att Sjunde

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

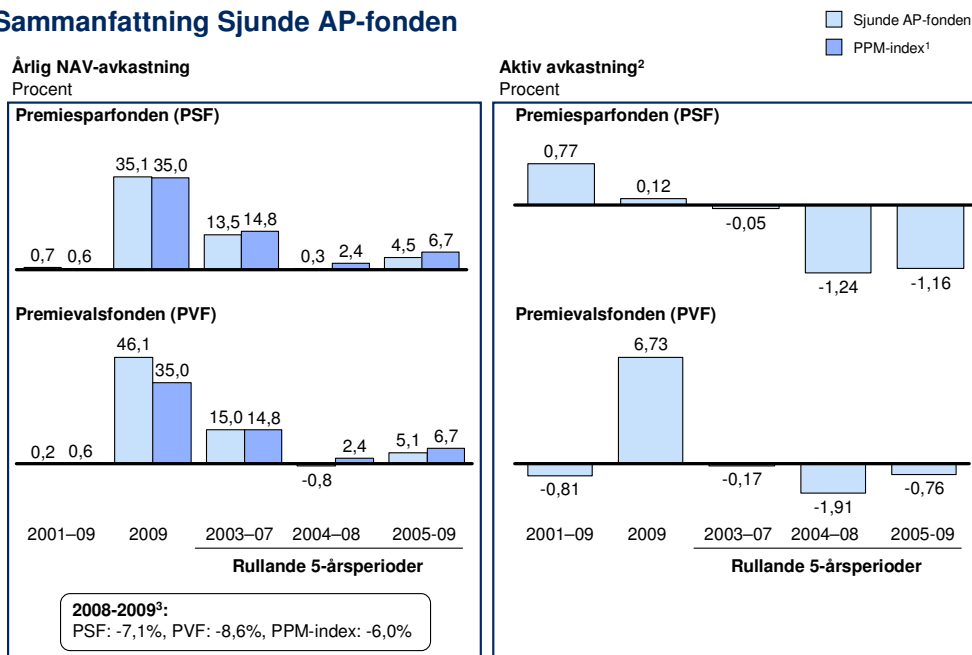
² PPM-index är ett sammanvägt index av de ~790 valbara fonderna i PPM-systemet

AP-fondens två fonder liksom övriga PPM-fonder har en högre allokering i noterade aktier (80-90% aktieandel jämfört med Första till Fjärde AP-fondernas aktieandel på 50%-60%).

Varken PSF eller PVF har nått sina avkastningsmål de tre senaste femårsperioderna. PSF genererade 2005-2009 i genomsnitt 2,2% lägre avkastning än PPM-index per år medan PVF genererade 1,6% lägre avkastning än PPM-index per år (1,95% lägre än sitt mål).

Bild 16

Sammanfattning Sjunde AP-fonden



1 PPM-index är ett sammanvägt index av de ~778 valbara fonderna i PPM-systemet (exklusive PSF men inklusive PVF)
 2 Aktiv avkastning mätt mot fondernas egna jämförelseindex inklusive alternativa tillgångar
 3 4 Sjunde AP-fonden bör utvärderas över en längre tidsperiod, men relevant att förstå hur fonden klarade av två extrema år 2008-2009
 KÄLLA: Sjunde AP-fonden; McKinsey-analys

En viktig källa till PSFs och PVFs svaga utveckling jämfört med PPM-index är fondernas negativa aktiva avkastning. Båda fonderna har genererat negativ aktiv avkastning de tre senaste femårsperioderna. PSF genererade 2009 en aktiv avkastning på 0,12%, men i hög grad drivet av 2008 har fonden över perioden 2005-2009 i genomsnitt har en aktiv avkastning på -1,16% per år. PVF genererade 2009 en aktiv avkastning på 6,73%. Trots den höga avkastningen 2009 har PVF genererat en genomsnittliga aktiv avkastning 2005-2009 på -0,76% per år också drivet av 2008. Den aktiva avkastningen för PSF och PVF 2008-2009 drevs i hög utsträckning av investeringar i strukturerade produkter med exponering mot tillväxtmarknader som också medförde en exponering mot kreditrisker. Dessa bidrog starkt negativt under 2008, men har under 2009 återhämtat sig. Under 2009 slutförde Sjunde AP-fonden alfa- och betasepareringen som påbörjades under 2008.

Sjunde AP-fonden bör utvärderas över en längre tidsperiod, men det är relevant att analysera hur fonden klarade av de två extrema år som kapitalmarknaderna upplevde

2008-2009. PSF och PVF genererade 2008-2009 en avkastning på -7,1% respektive -8,6%. Det kan jämföras med PPM-index som genererade en avkastning på -6,0%.

Sjunde AP-fondens totala kostnad under 2009 uppgick till SEK 127 miljoner eller 0,18% av förvaltad kapital. Samtliga PPM-fonder har haft en kostnad efter PPM-rabatt om SEK 831 miljoner 2009 eller i genomsnitt 0,31%. Inklusivt avgiftsuttaget från PPM-systemet på SEK 451¹ miljoner uppgick de totala kostnader för PPM-systemet 2009 till SEK 1,3 miljarder eller 0,50% av det förvaltade kapitalet.

□ □ □

Baserat på årets utvärdering av Sjunde AP-fonden har vi identifierat två nyckelfrågor som bedöms vara viktiga att diskutera för att utveckla fondens verksamhet framåt.

- **Nya förvaltningsmodellen.** Vilka krav ställer den nya förvaltningsmodellen på Sjunde AP-fonden för att vara framgångsrik och vilka krav ställs på framtida uppföljning och styrning av fondens verksamhet? I den nya förvaltningsmodellen som införs under 2010 ersätts Premiesparfonden och Premievals-fonden av en generationsfond och fem andra valbara fonder med olika risknivåer. De nya produkterna ökar valfriheten för pensionsspararna, men ökar också antalet alternativ och Sjunde AP-fonden konkurrerar med ~790 andra fonder i premiepensionssystemet. Det blir viktigt att sätta nya relevanta mål och benchmarks för att kunna följa upp fondens förvaltning av de nya produkterna.
- **Aktiv avkastning.** Har Sjunde AP-fonden efter de genomförda förändringarna förutsättningar att långsiktigt skapa aktiv avkastning efter kostnader? Sjunde AP-fonden har inte under någon av de senaste tre femårsperioderna lyckats skapa positiv aktiv avkastning i någon av sina två fonder. Under 2009 slutförde fonden sin separering av förvaltningen i alfa- och beta-mandat. I den nya förvaltningsmodellen planerar fonden att fortsätta bedriva aktiva förvaltning i linje med hur man arbetade vid utgången av 2009.

¹ Avgiftsuttaget var SEK 451 miljoner, de faktiska kostnaderna var SEK 336 miljoner

4. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Första AP-fondens verksamhet 2009. Den grundläggande utvärderingen fokuserar i år på att beskriva fondens förvaltningsmodell, viktiga händelser 2009 och den totala avkastningen samt värdet av strategiska beslut och aktiv förvaltning 2001¹-2009.

Första AP-fondens verksamhet, förvaltningsmodell och nyckelhändelser 2009

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

Första AP-fondens förvaltningsorganisation är idag indelad i enheterna Allokering, Aktieförvaltning, Ränte- och valutaförvaltning samt Externförvaltning. Vid utgången av 2009 hade organisationen 43 anställda varav 19 inom förvaltningen. År 2008 hade fonden 68 anställda varav 32 inom förvaltningen.

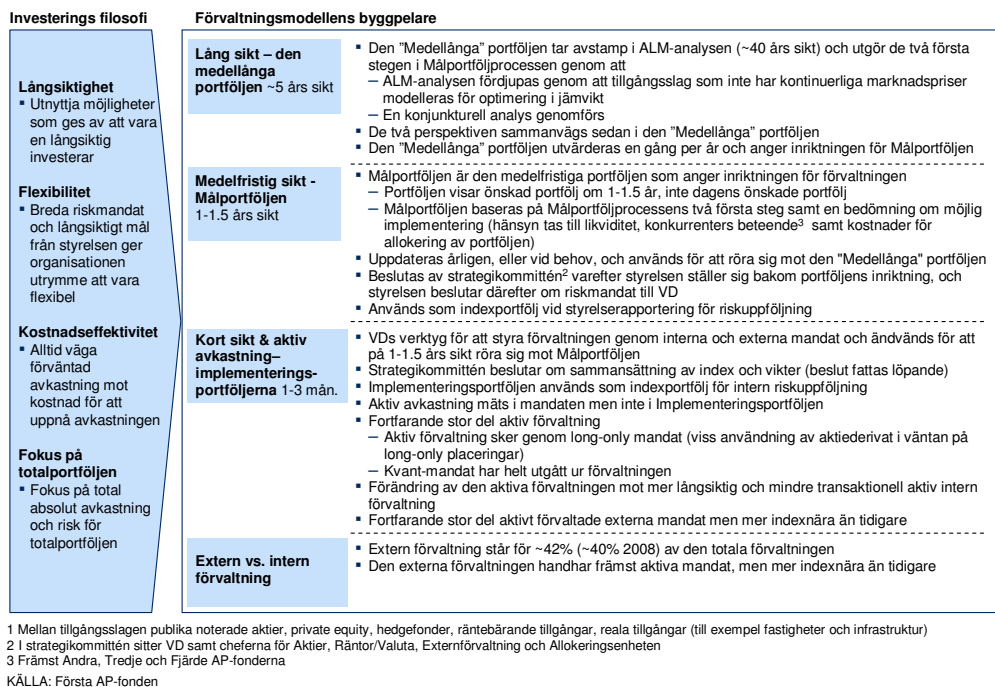
Dagens förvaltningsorganisation implementerades under 2009, vilken förändrade Första AP-fondens förvaltningsmodell i grunden. Investeringsfilosofin i den nya modellen bygger på ledorden långsiktighet, flexibilitet, kostnadseffektivitet och fokus på totalportföljen (Bild 17). I den nya modellen har fokus på medelfristiga beslut ökat och tvingande rebalanseringar mot referensportföljen har ersatts med aktiva beslut om omviktning. Genom fokus på absolut avkastning snarare än relativ avkastning använder fonden inte längre några index på totalportföljsnivå och redovisar inte resultatet från den aktiva förvaltningen.

Den nya förvaltningsmodellen är fokuserad kring Målportföljsprocessen (Bild 18). Målportföljsprocessen består av flera steg och inleds genom en detaljering av ALM-analysen där tillgångsslag som inte har kontinuerliga marknadspriser (till exempel Private Equity) modelleras för optimering i jämvikt. Därefter genomförs en analys av rådande och förväntad konjunktur. Dessa två perspektiv vägs samman och ligger till grund för fondens ”Medellånga” portfölj. Genom att också väga in begränsningar i marknaden och möjligheterna att implementera portföljen formas Målportföljen. Målportföljen är den medelfristiga portfölj som anger inriktningen för förvaltningen på 1-1,5 års sikt och tas fram av Strategikommittén (VD samt cheferna för Aktier, Räntor/Valuta, Externförvaltning och Allokeringseenheten). Styrelsen ställer sig bakom Målportföljens inriktning och beslutar om ett riskmandat till VD.

¹ Avser 1 juli 2001

Bild 17

Första AP-fondens förvaltningsmodell

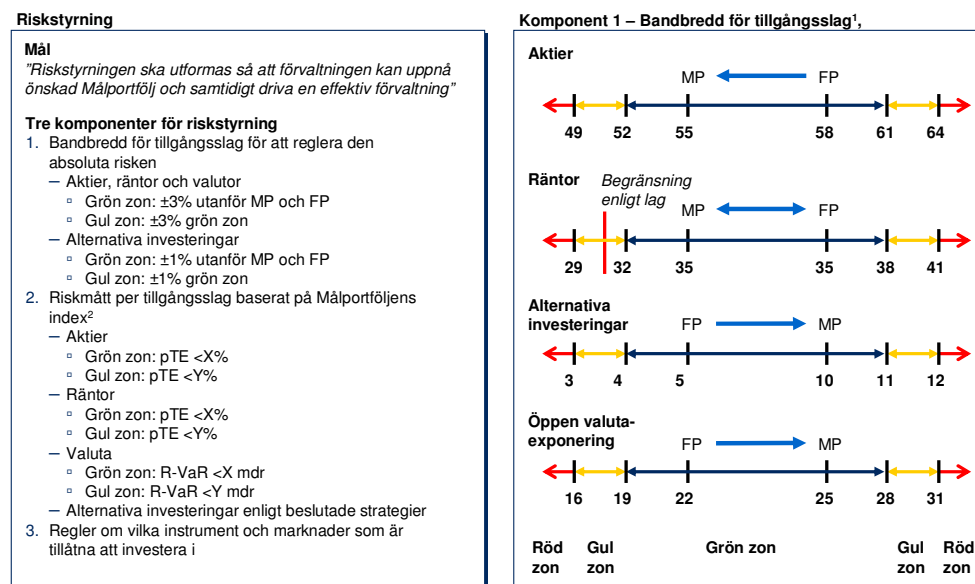


På kort sikt använder sig VD av Implementeringsportföljer för att på 1-1,5 års sikt röra sig mot Målportföljen. Implementeringsportföljerna beslutas av Strategikommittén och har en sikt på 1-3 månader.

En av grundtankarna bakom den nya modellen är att göra förvaltningen mer dynamisk och autonom. Därför har delar av beslutsmandaten flyttats från styrelsen till förvaltningen. I den nya förvaltningsmodellen beslutar styrelsen om ett riskmandat genom att fastslå en bandbredd för varje tillgångsslag, ett riskmått per tillgångsslag baserat på Målportföljens index samt regler om vilka instrument och marknader som är tillåtna att investera i (Bild 19). Inom dessa ramar får förvaltningen röra sig utan nya styrelsebeslut.

Bild 19

Första AP-fondens riskstyrning



Notera: MP = Målportfölj (från 1/10 2008), FP = Faktisk portfölj, pTE = Prognostiserad Tracking error, R-VaR = Relative Value at Risk
1 31 december 2009
2 Fondens riskmått per tillgångsslag utelämnas i utvärderingens slutrapport då fonden bedömer att det är konfidentiell information
KÄLLA: Första AP-fonden

Första AP-fonden förvaltar även i den nya modellen mandat aktivt, men mer ”långsiktigt”, mindre transaktionellt samt mer indexnära (lägre risk)¹. Den aktiva avkastningen följs inte upp annat än internt per förvaltningsmandat då man inte längre använder index på totalportföljsnivå. Implementering av aktiva mandat sker främst genom long-only mandat.

¹ Med långsiktigt menas att förändringar av positioner görs mer sällan

Den största händelsen för Första AP-fonden under 2009 var annonseringen av bytet till ny förvaltningsmodell i februari 2009. Den nya förvaltningsmodellen förväntas ge en årlig besparing på SEK >100 miljoner genom att ~25 personer lämnade fonden under 2009, minskade kostnader för extern förvaltning samt lägre transaktionskostnader.

Det faktiska bytet till ny förvaltningsmodell skedde den 1 oktober 2009. Vid den tidpunkten infördes också den första Målportföljen med tillhörande bandbredder för tillgångsallokering. Första AP-fonden började dock arbeta efter den nya modellen redan tidigare under året.

Första AP-fondens resultat 2001¹-2009

Fondens totala kapital ökade 2001-2009 från SEK 130 miljarder till SEK 202 miljarder (Bild 20). Av ökningen på SEK 72 miljarder bidrog avkastning efter kostnader med SEK 56 miljarder. 2009 års avkastning på SEK 34 miljarder efter kostnader var den högsta under perioden 2001-2009. Det kan jämföras med den lägsta avkastningen i fondens historia 2008 på SEK -48 miljarder.

Fondens totala kostnader under perioden 2001-2009 var SEK 2,3 miljarder och under 2009 minskade kostnaderna från SEK 0,32 miljarder till SEK 0,30 miljarder.

Förvaltningskostnaderna bör dock inte enbart analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonden skapar. En högre kostnad för t.ex. provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden.

Första AP-fondens årliga avkastning efter kostnader för perioden 2001-2009 var 3,9% och för den senaste femårsperioden 2005-2009 4,8% (Bild 21). Ingen av dessa perioder nådde fonden styrelsens avkastningsmål på 5,5%, men avkastningen översteg inkomstindex. En viktig bidragande orsak till att styrelsens målsättning inte nåddes var den negativ avkastningen om 21,9% under 2008. 2009 var det året med högst avkastning sedan 2001 med en avkastning på 20,1%. Fondens kostnader motsvarade 2001-2009 i genomsnitt 0,15% av kapitalet per år och 2009 motsvarade kostnaderna 0,16%.

Fondens resultat bör utvärderas över en lång tidsperiod givet dess uppdrag. Dock är det relevant att analysera hur väl fonden klarade av de två extrema åren som kapitalförvaltningsbranschen upplevde 2008-2009. Första AP-fonden genererade 2008-2009 en genomsnitt årlig avkastning på -3,1%.

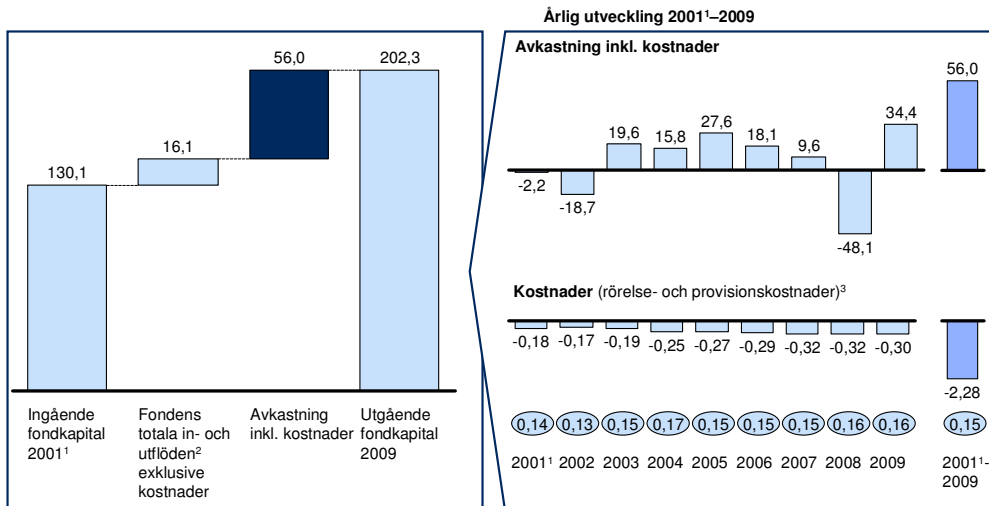
¹ Avser 1 juli 2001

Bild 20

Första AP-fondens utveckling 2001¹–2009

SEK miljarder

○ Kostnad⁴,
Procent



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

1 1 juli 2001

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

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

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

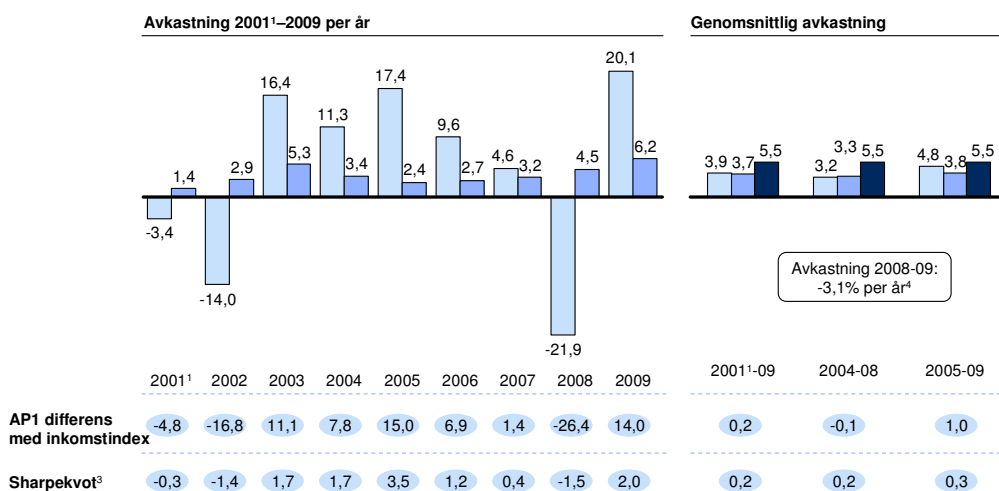
KÄLLA: Första AP-fonden; McKinsey-analys

Bild 21

Första AP-fondens totala avkastning 2001¹–2009

Total avkastning inkl. kostnader; Procent

■ AP1
■ Inkomstindex
■ AP1 målsättning²



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

1 1 juli 2001

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

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

4 Fonderna bör utvärderas över en lång tidsperiod, men det finns värde i att analysera hur fonderna klarade av två extrema år på kapitalmarknaderna år 2008-2009

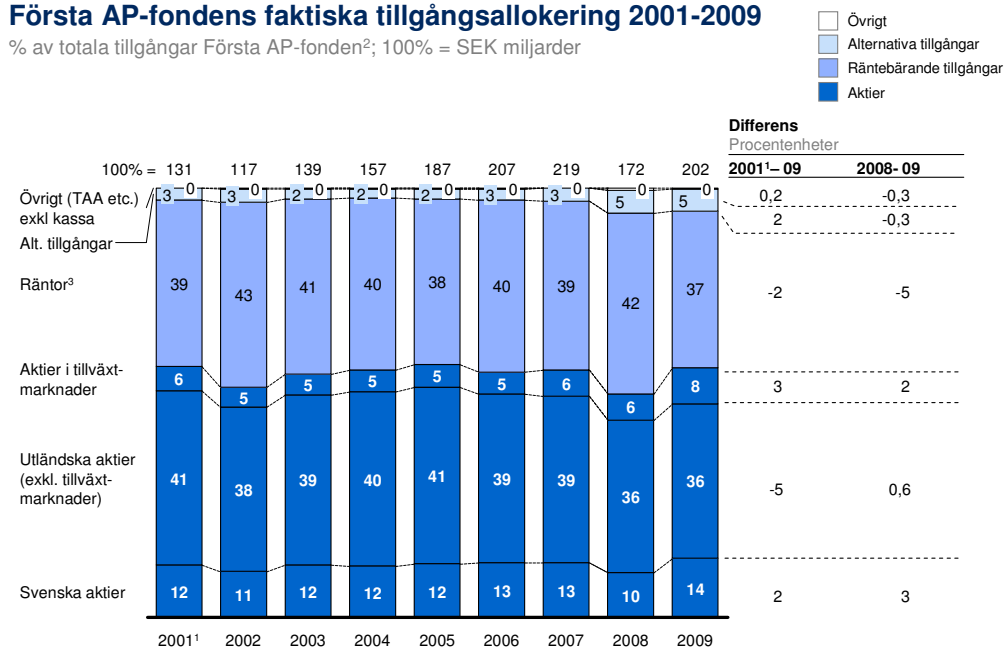
KÄLLA: Första AP-fonden; Försäkringskassan; McKinsey-analys

Första AP-fonden har under perioden 2001-2009 omallokerat från utländska aktier utanför tillväxtmarknader och räntor till alternativa tillgångar, svenska aktier och aktier i tillväxtmarknader (Bild 22).

Bild 22

Första AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001-2009

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



1 1 juli 2001
 2 Den faktiska allokeringen den 31 december varje år
 3 Inklusiv kassa
 KÄLLA: Första AP-fonden; McKinsey-analys

Värdet av strategiska beslut och aktiv förvaltning 2001¹-2009

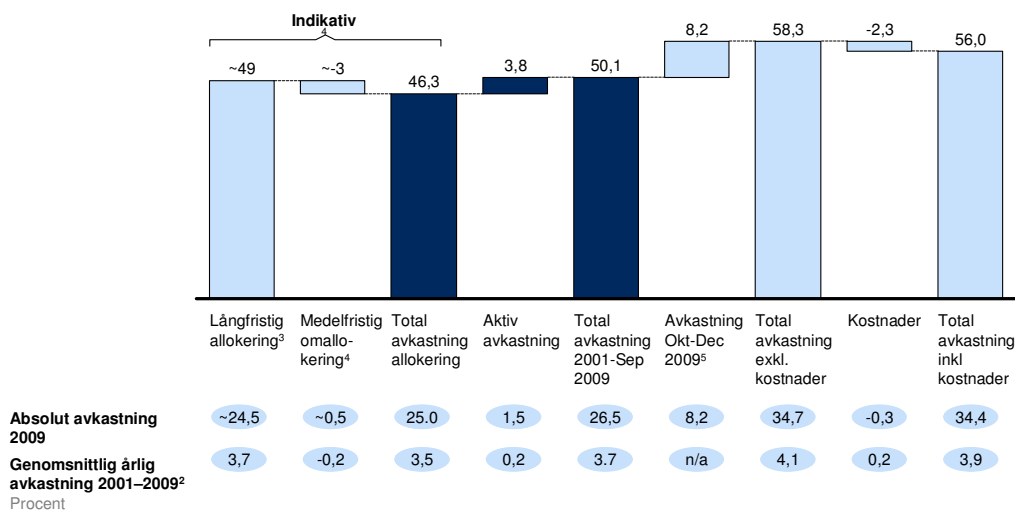
En analys av de viktigaste källorna till Första AP-fondens avkastning visar att de strategiska besluten (långfristiga och medelfristiga beslut) 2001 till september 2009 bidrog med SEK 46,3 miljarder och den aktiva förvaltningen med SEK 3,8 miljarder (Bild 23). Den strategiska allokering bidrog därav med 92% av total avkastning under samma period. Under perioden oktober-december 2009 var den totala avkastningen SEK 8,2 miljarder. En jämförbar uppdelning av resultatet i strategiska beslut och aktiv förvaltning kan inte göras då referensportföljen avskaffades den 30 september 2009.

¹ Avser 1 juli 2001

BILD 23

Nedbrytning av avkastningen för Första AP-fonden 2001¹–2009

Absolut avkastning 2001¹–2009, SEK miljarder



¹ 1 juli 2001

² Årlig avkastning baserat på geometrisk medelvärde av daglig procentuell avkastning.

³ Förändringar i tillgångsallokering i fondens normalportfölj 1 juli 2001 – 31 december 2008

⁴ Skillnad i tillgångsallokering mellan fondens referensportfölj och normalportfölj 1 juli 2001 – 31 december 2008 plus stora allokeringsbeslut av medelfristig karaktär. Analysen ger ett indikativt resultat av fondens avkastning från medelfristiga allokeringsbeslut

⁵ Avkastning ej uppdelad i komponenter då inget jämförelseindex finns denna period

KÄLLA: Första AP-fonden; McKinsey-analys

Avkastning från långfristiga allokeringsbeslut har genererat SEK 49 miljarder före kostnader under perioden 2001 – september 2009. Detta motsvarar ~98% av den totala avkastningen före kostnader under samma period. Under januari-september 2009 bidrog de långsiktiga besluten med SEK ~24,5 miljarder.

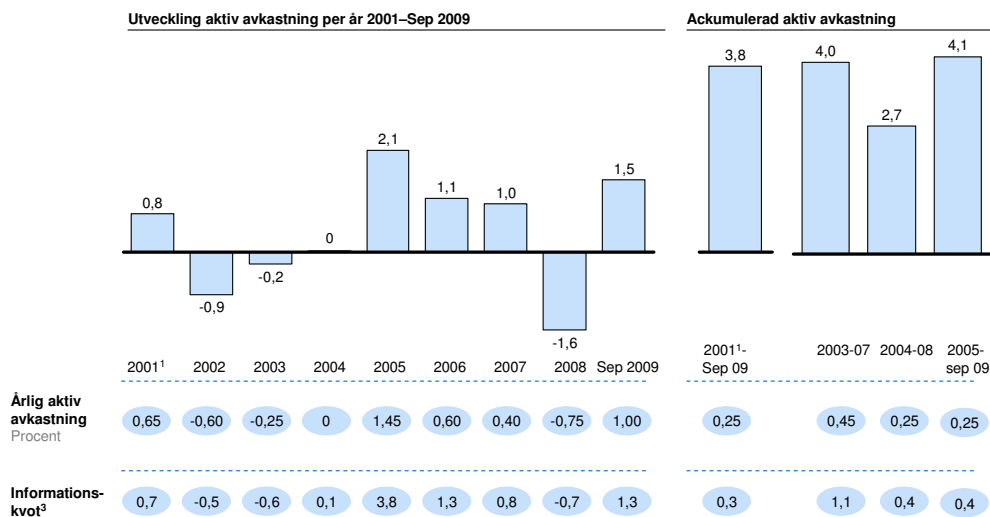
Under perioden 2001 – september 2009 genererade medelfristig omallokering ett bidrag på SEK ~-3 miljarder. Fram till 2007 fokuserade dock inte Första AP-fonden aktivt på medelfristiga beslut. Under januari – september 2009 bidrog medelfristiga beslut med SEK ~0,5 miljarder. I och med införandet av den nya modellen har fonden ökat fokus på medelfristiga beslut. Under perioden oktober-december 2009 kan inte en jämförbar uppdelning av avkastningen göras då den strategiska portföljen avskaffades.

Första AP-fondens aktiva avkastning 2001- september 2009 uppgick till SEK 3,8 miljarder (i genomsnitt 0,25% per år) (Bild 24). Att Första AP-fonden under 2009 gick över till aktiva rebalanseringar istället för automatiska rebalanseringar bidrog till den aktiva avkastningen. Det starka resultatet är främst drivet av hög aktiv avkastning under den senaste femårsperioden 2005-2009 då fonden generade en aktiv avkastning på SEK 4,1 miljarder, trots negativ aktiv avkastning på SEK 1,6 miljarder under 2008. Under januari-september 2009 uppgick den aktiva avkastningen till SEK 1,5 miljarder motsvarande 1,00%. Från och med oktober 2009 har fonden inget index för totalportföljen och följer inte längre upp aktiv förvaltning för totalportföljen.

Bild 24

Första AP-fondens aktiva avkastning 2001¹–Sep 2009

Årlig aktiv avkastning², SEK miljarder



¹ 1 juli 2001

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

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

KÄLLA: Första AP-fonden; McKinsey-analys

5. Grundläggande utvärdering av Andra AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Andra AP-fondens verksamhet 2009. Den grundläggande utvärderingen fokuserar i år på att beskriva fondens förvaltningsmodell, viktiga händelser 2009 och den totala avkastningen samt värdet av strategiska beslut och aktiv förvaltning 2001¹-2009.

Andra AP-fondens verksamhet, förvaltningsmodell och nyckelhändelser 2009

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

1 januari 2009 genomfördes en organisationsförändring, vilket innebar att den interna globala aktieförvaltningen lades ned och en ny enhet för strategisk exponering och trading bildades. Den nya förvaltningsorganisationen består därefter av enheterna Extern förvaltning, Ränteförvaltning, Aktieförvaltning, Kvantitativ förvaltning, Strategisk exponering & trading samt Makro & allokering. Organisationen bestod vid utgången av 2009 av 53 medarbetare (55 år 2008) varav 27 arbetar inom förvaltningsorganisationen.

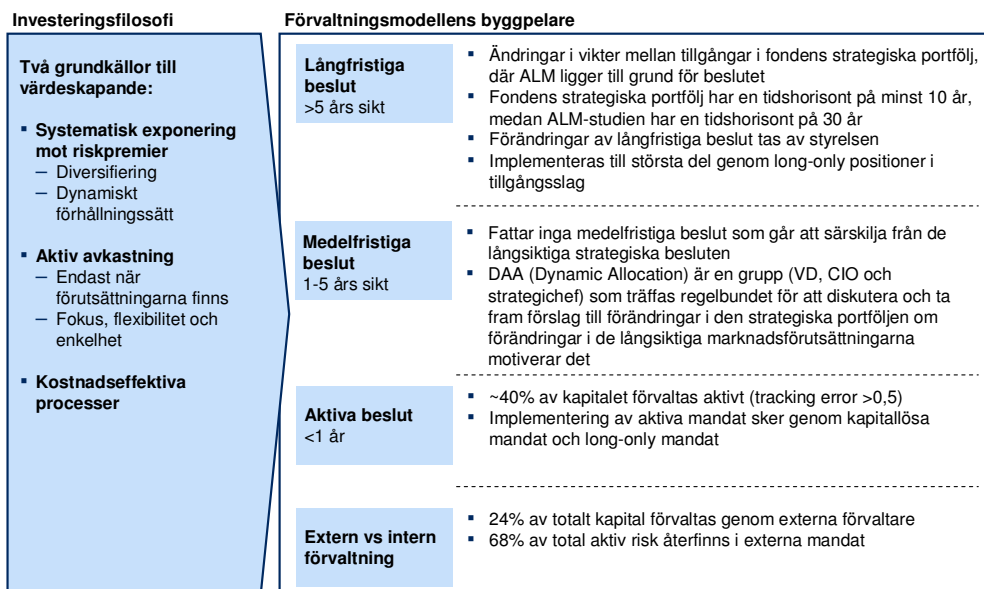
Andra AP-fondens investeringsfilosofi utgår från att det finns två grundkällor till värdeskapande i finansiella tillgångsportföljer; systematisk exponering mot riskpremier och värdeskapande aktiv förvaltning (Bild 25). Fondens fokus ligger på långsiktiga beslut som implementeras genom den strategiska portföljen (den långsiktiga portföljen) och har en tidshorisont på över 10 år. Beslut om förändringar i den strategiska portföljen tas av styrelsen. Andra AP-fonden fattar inga medelfristiga beslut som går att särskilja från de långsiktiga besluten. Från och med hösten 2008 har fonden en grupp (DAA – Dynamic Asset Allocation) bestående av VD, CIO² och Strategichefen som kan föreslå större förändringar i den strategiska portföljen då förändringar i de långsiktiga marknadsförutsättningarna motiverar detta. Idag förvaltas ~40% av fondens kapital aktivt³.

¹ Avser 1 juli 2001

² Chief Investment Officer

³ Definieras som tracking error över 0,5

Andra AP-fondens förvaltningsmodell



KÄLLA: Andra AP-fonden

Utöver organisationsförändringen skedde ett flertal viktiga förändringar under året. De strategiska vikterna förändrades genom ett antal allokeringar. Andelen statsobligationer minskades med 3% till fördel för kreditobligationer. Allokering till utländska aktier minskade med 2% till fördel för alternativa tillgångar och andelen utländska aktier minskades med 4% till fördel för 1% högre andel kreditobligationer och 3% högre andel konvertibler. Konvertiblerna klassades som alternativa tillgångar, vilket bl.a. innebär att de faller utanför rebalanseringsunderlaget och därmed sänker transaktionskostnaderna. Under 2009 genomförs även en strategisk förändring i valutasäkringsgraden för utländska aktier från 50% till 75% i euroområdet.

Referensindex för den svenska aktieportföljen förändrades under 2009 och nu utvärderas portföljen mot 45% SBX, 22% OSX, 22% RAFI och 11% av portföljen allokeras till småbolag genom CSX.¹

¹ SBX = Traditionellt kapitalvägt index med 100 bolag på den svenska aktiemarknaden, RAFI = fundamentalvägt index baserat på bolagens vikt i den reala ekonomin (ej börsvärdet), OSX = index där alla bolag har lika vikt, CSX = Carnegie Small Cap index

Andra AP-fondens resultat 2001¹-2009

Fondens totala kapital ökade 2001-2009 från SEK 130 miljarder till SEK 204 miljarder (Bild 26). Av ökningen på SEK 74 miljarder bidrog avkastning efter kostnader med SEK 58 miljarder. 2009 års avkastning på SEK 35 miljarder efter kostnader var den högsta under perioden 2001-2009. Det kan jämföras med den lägsta avkastningen i fondens historia 2008 på SEK -55 miljarder.

Fondens totala kostnader under perioden 2001-2009 var SEK 2,4 miljarder och 2009 redovisade fonden liksom 2008 kostnader på SEK 0,33 miljarder.

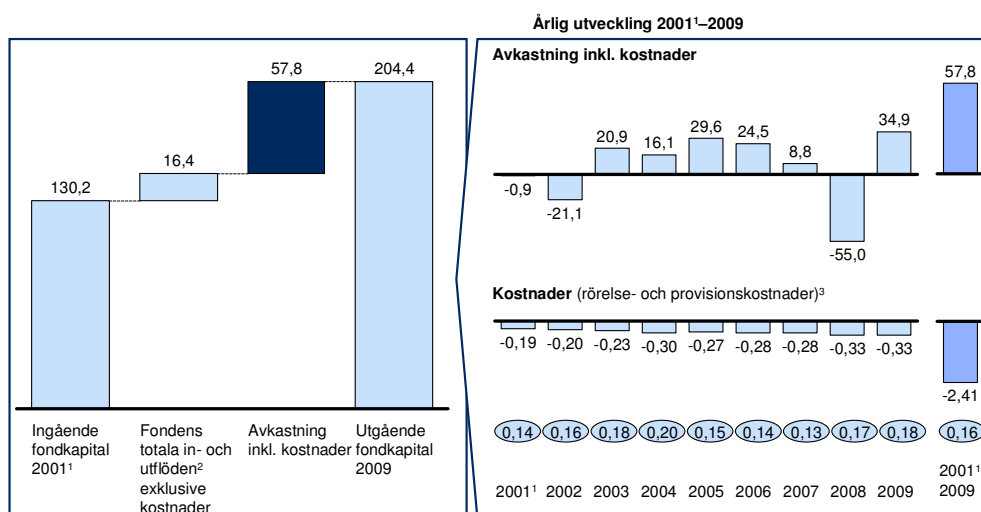
Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar. En högre kostnad för t.ex. provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden.

Bild 26

Andra AP-fondens utveckling 2001¹-2009

SEK miljarder

Kostnad⁴,
Procent



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

¹ 1 juli 2001

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

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

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

KÄLLA: Andra AP-fonden; McKinsey-analys

Fondens årliga avkastning efter kostnader för perioden 2001-2009 var 4,0% per år, 4,9% under femårsperioden 2005-2009 och 3,3% år 2004-2008 (Bild 27). Detta innebär att Andra AP-fonden inte nått upp till styrelsens kvantitativa målsättning under någon av dessa perioder. Under perioderna 2001-2009 samt 2005-2009 har avkastningen efter kostnader dock varit högre än inkomstindex. 2009 var det året med högst avkastning

¹ Avser 1 juli 2001

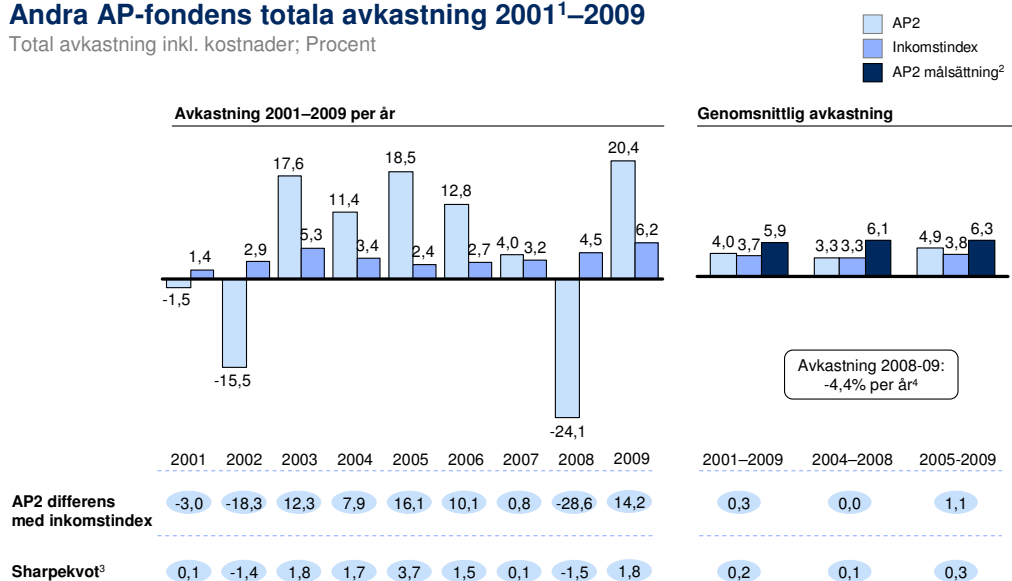
sedan 2001 med en avkastning på 20,4%. Fondens kostnader 2001-2009 motsvarade i genomsnitt 0,16% av kapitalet och 2009 motsvarade kostnaderna 0,18%.

Fondens resultat bör utvärderas över en lång tidsperiod givet dess uppdrag. Dock är det relevant att analysera hur väl fonden klarade av de två extrema åren som kapitalförvaltningsbranschen upplevde 2008-2009. Andra AP-fonden genererade 2008-2009 en genomsnitt årlig avkastning på -4,4%.

Bild 27

Andra AP-fondens totala avkastning 2001¹-2009

Total avkastning inkl. kostnader; Procent



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

¹ 1 juli 2001

² Andra AP-fondens genomsnittliga målsättning. 2009 var målsättningen 5% i real avkastning med -0,3% inflation och under 2001-2009 har målsättningen fluktuerat mellan 3,5-5,0% i real avkastning med genomsnittlig inflation på 1,6-1,7%

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

⁴ Fonderna bör utvärderas över en lång tidsperiod, men det finns värde i att analysera hur fonderna klarade av två extrema år på kapitalmarknaderna år 2008-2009

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

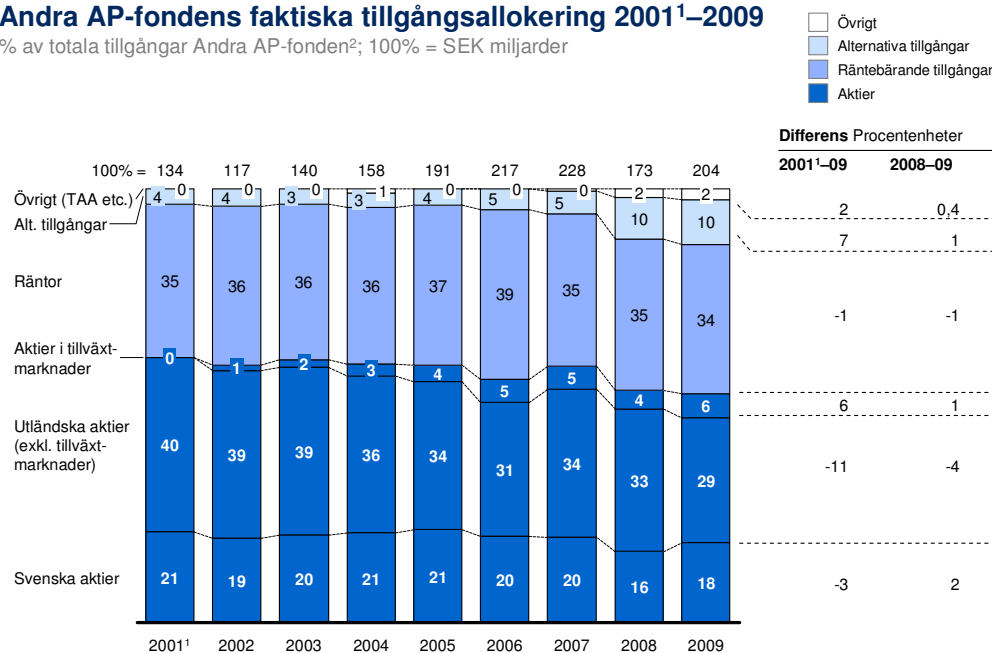
Andra AP-fonden har under perioden 2001-2009 i sin faktiska portfölj främst ökat andelen aktier i tillväxtmarknader och alternativa tillgångar och samtidigt minskat andelen utländska aktier utanför tillväxtmarknader och svenska aktier (Bild 28). Under 2009 genomförde fonden förändringar i fondens strategiska exponering mot företagsrisk¹. Till följd av tidigare marknadsrörelser och investeringar i Private Equity beslutade fonden att öka den strategiska vikten i Private Equity genom en minskning av globala noterade aktier. I början av året ökades också exponeringen mot företagsrisk genom en ökning av den strategiska vikten till kreditobligationer, samtidigt som andelen statsobligationer minskades. Fonden bedömde att omvärderingen på kreditmarknaderna skapade förutsättningar för en mer balanserad exponering mot företagsrisk genom investeringar i konvertibler och en motsvarande minskning av globala noterade aktier.

¹ Exponering mot investeringar i företag genom investeringar i aktier och företagsobligationer

Bild 28

Andra AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001¹–2009

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



¹ Avser 1 juli 2001

² Den strategiska allokeringen den 31 december varje år

KÄLLA: Andra AP-fonden; McKinsey-analys

Värdet av strategiska beslut och aktiv förvaltning 2001¹-2009

En analys av de viktigaste källorna till Andra AP-fondens avkastning visar att de långsiktiga strategiska besluten sedan 2001 genererat SEK 62,2 miljarder och de aktiva besluten SEK -2,0 miljarder före kostnader (Bild 29). Den strategiska allokeringen har därav bidragit med 103% av den totala avkastningen och den aktiva förvaltningen har haft ett negativt bidrag till avkastningen under tidsperioden.

Andra AP-fonden fattar inga medelfristiga beslut som kan särskiljas från de långsiktiga besluten. Fonden har istället en grupp som kan föreslå större förändringar i den strategiska portföljen då förändringar i de långsiktiga marknadsförutsättningarna motiverar detta. Det här gör att fonden inte redovisar något separat avkastning från medelfristiga beslut.

Andra AP-fondens aktiva avkastning om SEK -2,0 miljarder (i genomsnitt -0,15% per år) sedan 2001 förklaras främst av 2008 då den aktiva avkastningen var SEK -4,1 miljarder (-1,80%) (Bild 30). 2009 var bidraget från den aktiva förvaltningen positivt med SEK 1,8 miljarder, främst genom positivt resultat i förvaltningen av svenska och globala aktier.

¹ Avser 1 juli 2009

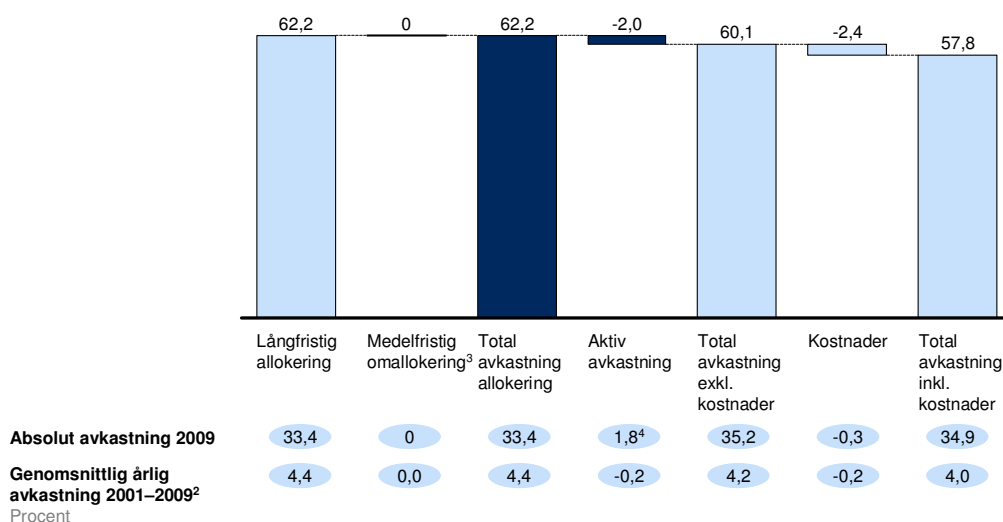
Under de tre senaste femårsperioderna har den aktiva avkastningen varit negativ med mellan SEK -1,4 till -4,9 miljarder (-0,20% till -0,60% per år).

Från och med 2009 särredovisar Andra AP-fonden resultateffekterna från implementering av den strategiska portföljen. Fondens redovisar dels en aktiv avkastning som utgör summan av alla mandats avkastning gentemot index, avkastning från GTAA samt fondens interna TAA-mandat och dels sin relativa avkastning som utgörs av den aktiva avkastningen samt implementeringseffekter. För 2009 var implementeringseffekterna negativa. Fondens aktiva avkastning uppgick till SEK 1,8 miljarder, den relativa avkastningen uppgick till SEK 1,1 miljarder, båda före kostnader.

BILD 29

Nedbrytning av avkastningen för Andra AP-fonden 2001–2009

Absolut avkastning 2001–2009, SEK miljarder



¹ 1 juli 2001

² Årlig avkastning baserat på geometrisk medelvärde av daglig procentuell avkastning

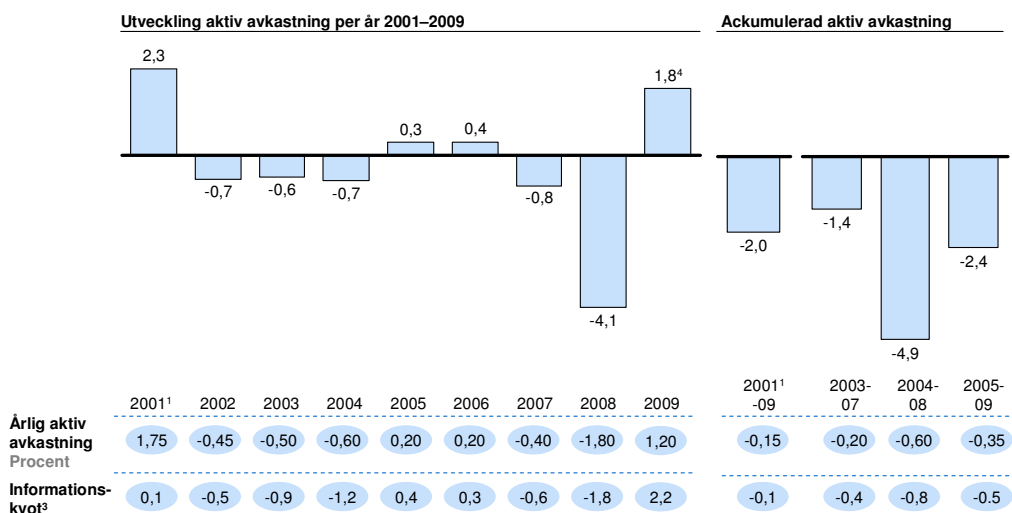
³ 0 Då Andra AP-fonden särskiljer inte medelfristiga beslut

⁴ År 2009 ändrade andra AP-fonden definition på rapporterad aktiv avkastning, med 2008 års definition var den aktiva avkastningen SEK 1,1 miljarder

KÄLLA: Andra AP-fonden; Teamanalys

Andra AP-fondens aktiva avkastning 2001¹–2009

Årlig aktiv avkastning² före kostnader, SEK miljarder



1 1 juli 2001

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

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

4 År 2009 ändrade andra AP-fonden definition på rapporterad aktiv avkastning, med 2008 års definition var den aktiva avkastningen SEK 1,1 miljarder
KÄLLA: Andra AP-fonden; McKinsey-analys

6. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Tredje AP-fondens verksamhet 2009. Den grundläggande utvärderingen fokuserar i år på att beskriva fondens förvaltningsmodell, viktiga händelser 2009 och den totala avkastningen samt värdet av strategiska beslut och aktiv förvaltning 2001¹-2009.

Tredje AP-fondens verksamhet, förvaltningsmodell och nyckelhändelser 2009

Tredje AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Fondens styrelse har satt målsättningen att i genomsnitt uppnå en real avkastning på minst 4% per år långsiktigt. Inom ramen för detta mål ska även alfa-förvaltningen tjäna minst SEK 500 miljoner per år och målet för beta-förvaltningen är att ge en överavkastning på 5 baspunkter (0,05%) per år över jämförelseindex. För alternativa tillgångar är målsättningen att den nominella avkastningen per år ska uppgå till 15% för onoterade aktier, 10% för fastigheter och 12% för Life Science aktier. Utvärderingshorisont för alfa- och betaförvaltningen samt för de alternativa investeringarna är 3 år.

Under 2009 har Tredje AP-fonden arbetat med att byta förvaltningsmodell, och den nya modellen implementerades fullt ut i början på 2010. I den nya modellen är fondens investeringsverksamhet uppdelad i de tre enheterna Portföljstrategi, Alfa & betaförvaltningen samt Alternativa investeringar. Enheten Portföljstrategi inrättades för att ta totalansvaret för Tredje AP-fondens totalavkastning och risk. Under 2008 slutfördes arbetet med alfa- och betaseparering och Betaförvaltningen är fondens indexförvaltning, främst genom tillgångsallokering, och alfa-förvaltning är fondens aktiv förvaltning genom kapitallösa mandat. Fondens organisation bestod i december 2009 av 55 medarbetare (50 år 2008) varav 32 arbetar i förvaltningen.

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

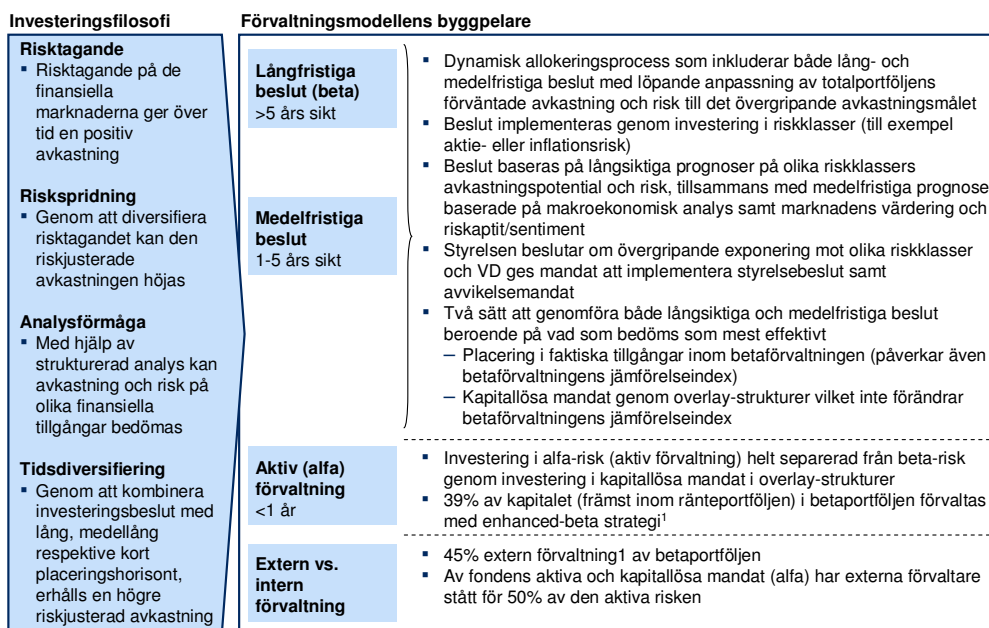
¹ Avser 1 juli 2001

riskklasser samt ett avvikelsemandat, varefter VD ges mandat att implementera styrelsebesluten.

Investering i alfa-risk är helt separerad från beta-risk och sker genom investering i kapitallösa mandat i overlay-strukturer. Utöver detta är även 39% av kapitalet (främst inom ränteportföljen) i betaportföljen förvaltad med enhanced-beta¹ strategi.

Bild 31

Tredje AP-fondens förvaltningsmodell



¹ 54% av internt förvaltade mandat och 21% av externt förvaltade mandat
KÄLLA: Årsredovisningar, intervjuer, interna dokument (AP3)

Under 2009 ökade Tredje AP-fondens kapital investerat i alternativa investeringar med SEK ~4 miljarder, inklusive värdeförändring. Några av investeringarna som genomfördes var förvärvet av aktierna i Hemsö Fastighets AB (SEK 2,3 miljarder), investeringar i Nya Strategier (till exempel konvertibler, Nektar Special Opportunities, katastrofobligationer), investeringar i den internationella fastighetsportföljen och fortsatt uppbyggnad av Timberlandporföljen².

Tredje AP-fonden bedrev även ett kostnadsbesparingsprogram under 2009 som ledde till besparingarna på totalt SEK 51 miljoner från ett antal initiativ: SEK 37 miljoner genom sänkta förvaltningskostnader, SEK 2 miljoner genom omförhandling av avtal samt minskade transaktionskostnader med SEK 12 miljoner genom att strukturen för clearing

¹ Indexförvaltning med små avvikelser från index i syfte att generera överavkastning

² Investeringar i noterade skogsfastigheter

av derivatkontrakt ändrats (uppdelad på två banker, en för svensk clearing och en för internationell clearing).

Tredje AP-fondens resultat 2001¹-2009

Fondens totala kapital ökade 2001-2009 från SEK 132 miljarder till SEK 207 miljarder (Bild 32). Av ökningen på SEK 75 miljarder bidrog avkastning efter kostnader med SEK 60 miljarder. 2009 års avkastning på SEK 29 miljarder efter kostnader var den högsta under perioden 2001-2009. Det kan jämföras med den lägsta avkastningen i fondens historia, SEK -45 miljarder 2008.

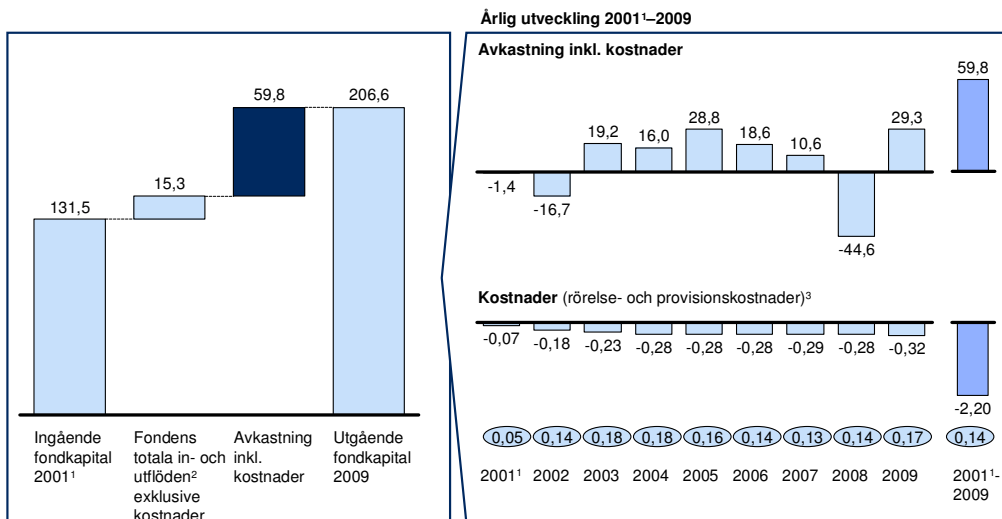
Fondens totala kostnader under perioden 2001-2009 var SEK 2,2 miljarder och kostnaderna ökade mellan 2008 och 2009 från SEK 0,28 miljarder till SEK 0,32 miljarder. Ökningen beror främst på att investeringar i alternativa tillgångar ökade 2009 som led i fondens arbete med diversifiering. Därutöver steg fondens lönekostnader till följd av att fonden var underbemannad och att ingen rörlig ersättning betalades ut 2008. Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar. En högre kostnad för t.ex. provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden.

Bild 32

Tredje AP-fondens utveckling 2001¹-2009

SEK miljarder

Kostnad⁴, Procent



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

¹ 1 juli 2001

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

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

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

KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

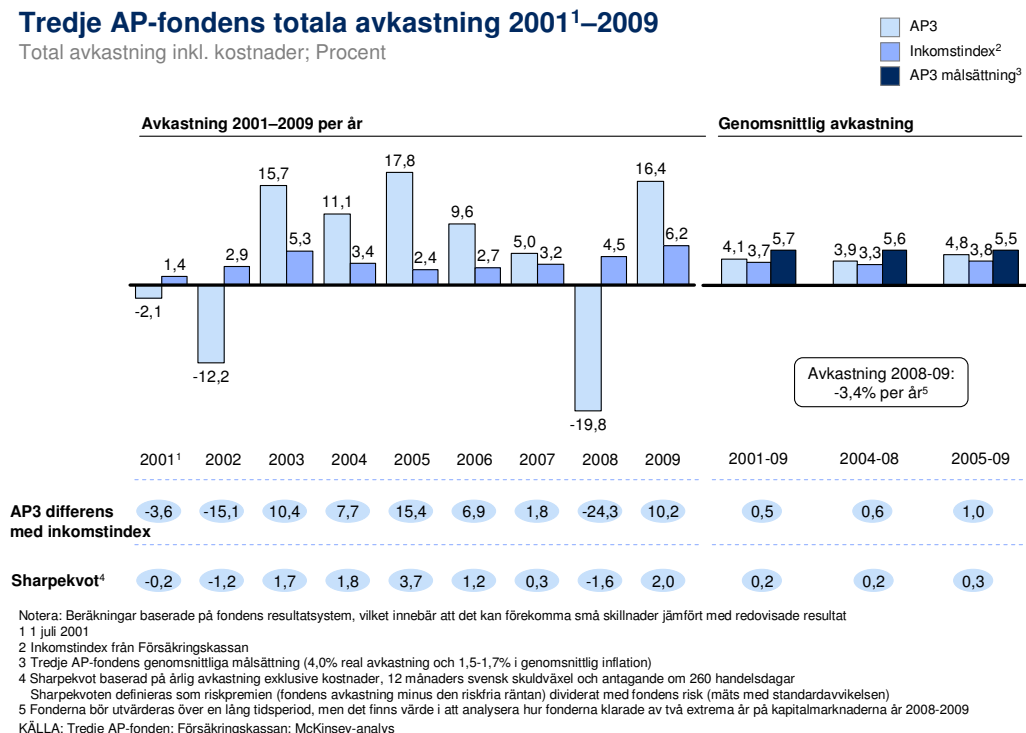
¹ Avser 1 juli 2009

Fondens utveckling motsvarar en årlig avkastning efter kostnader på 4,1% 2001-2009 och 4,8% under femårsperioden 2005-2009 (Bild 33). Det här innebär att fonden inte nådde upp till styrelsens mål om 4% real avkastning under någon av de här två tidsperioderna, men avkastningen var båda perioderna högre än inkomstindex. 2009 var avkastningen 16,4%, det näst bästa resultatet sedan 2001. Fondens kostnader motsvarade 2001-2009 i genomsnitt 0,14% av kapitalet per år och 2009 motsvarade kostnaderna 0,16%.

Bild 33

Tredje AP-fondens totala avkastning 2001¹-2009

Total avkastning inkl. kostnader; Procent



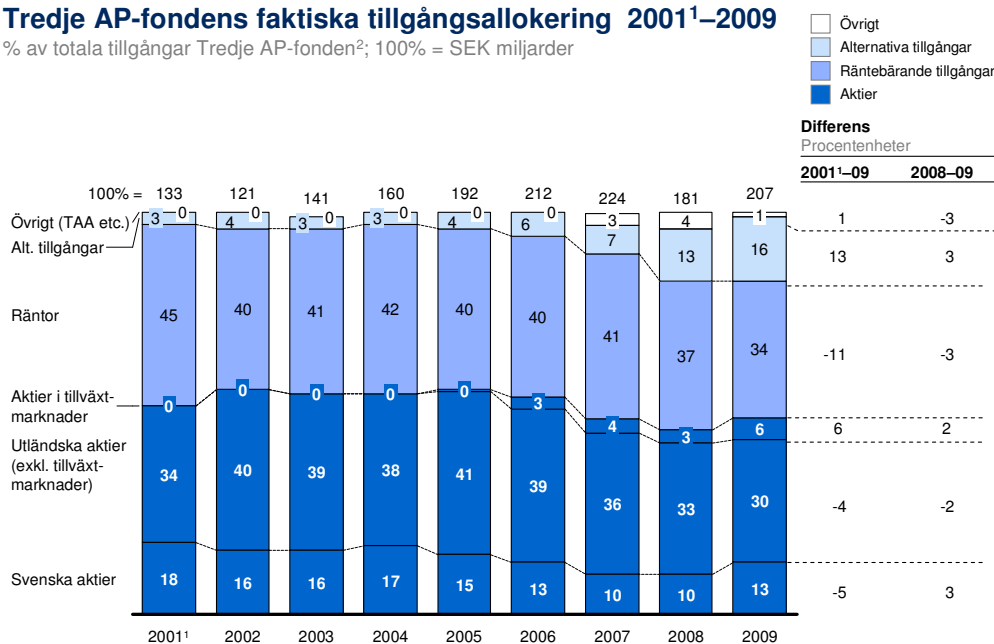
Fondens resultat bör utvärderas över en lång tidsperiod givet dess uppdrag. Dock är det relevant att analysera hur väl fonden klarade av de två extrema åren som kapitalförvaltningsbranschen upplevde 2008-2009. Tredje AP-fonden genererade 2008-2009 en genomsnitt årlig avkastning på -3,4%.

Under 2002 gjorde Tredje AP-fonden en stor omallokering till följd av en revidering av fondens ALM-modell under hösten 2001. Sedan 2002 har fonden i sin faktiska portfölj minskat andel räntor och svenska aktier till förmån för alternativa tillgångar (Bild 34). Vid utgången av 2009 hade fonden 16% allokerat till alternativa tillgångar, vilket är högst bland Första till Fjärde AP-fonderna. Vid utgången av 2008 översteg fondens andel onoterade tillgångar den lagstadgade maxgränsen på 5%. Det här berodde till stor del på en fördröjd värdering av onoterade innehav. Vid utgången av 2009 låg Tredje AP-fonden inte längre över maxgränsen. Inom utländska aktier har fonden sedan 2004 skiftat 6% till tillväxtmarknader.

Bild 34

Tredje AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001¹–2009

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



1 1 juli 2001

KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

Värdet av strategiska beslut och aktiv avkastning 2001¹-2009

En analys av de viktigaste källorna till Tredje AP-fondens avkastning visar att fonden 2001–2009 genererat SEK 60 miljarder från strategiska beslut (långsiktiga och medelfristiga beslut) och SEK 2,2 miljarder från aktiv avkastning. Den strategiska besluten har därmed bidragit med 96% av avkastningen och den aktiva förvaltningen med 4% (Bild 35).

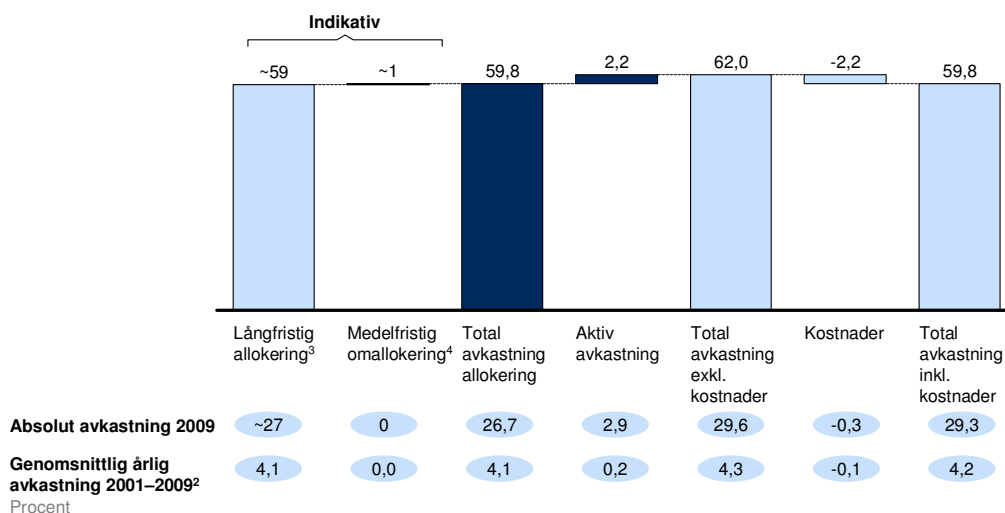
Tredje AP-fonden har arbetat aktivt med medelfristiga allokeringsbeslut genom att avvika från den långsiktiga allokeringen med syfte att bättre anpassa portföljens förväntade avkastning och risk. Under perioden 2001–2008 genererade den här strategin SEK ~1 miljard i avkastning, dels genom medelfristiga omallokeringar mellan och inom tillgångsslag (SEK ~2,5 miljoner) och dels genom overlaymandatet SAA (SEK ~-1.5 miljarder). Under 2009 har Tredje AP-fonden fokuserat på den nya modellen. Därav genereras inget bidrag från medelfristiga omallokeringar under 2009. Från och med 2009 har uppdelningen mellan lång- och medelfristig sikt försvårats då fonden inte delar upp besluten på lång- och medelfristig sikt utan fokuserar på totalportföljen.

¹ Avser 1 juli 2009

BILD 35

Nedbrytning av avkastningen för Tredje AP-fonden 2001¹–2009

Absolut avkastning 2001¹–2009, SEK miljarder



¹ 1 juli 2001

² Årlig avkastning baserat på geometrisk medelvärde av daglig procentuell avkastning

³ Avkastning för normalportfölj 1 juli 2001 – 31 december 2008 samt avkastning på fondens totalportfölj för 1 jan – 31 dec 2009

⁴ Skillnad i tillgångsallokering mellan fondens strategiska portfölj och normalportfölj 1 juli 2001 – 31 december 2008 plus stora allokeringsbeslut av medelfristig karaktär (SAA) (ingen medelfristig effekt 2009). Analysen ger ett indikativt resultat av fondens avkastning från medelfristiga allokeringsbeslut

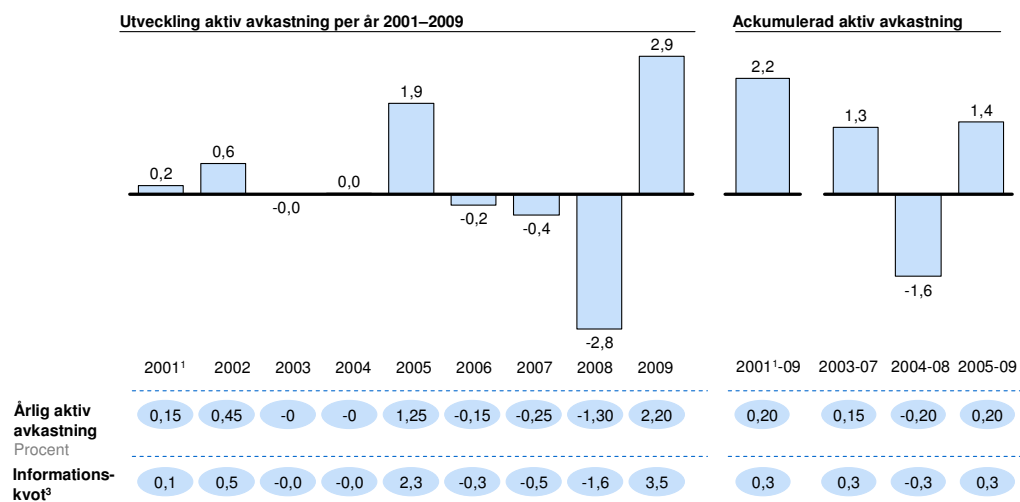
KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

Tredje AP-fondens aktiva avkastning 2001-2009 uppgick till SEK 2,2 miljarder (i genomsnitt 0,20% per år) (Bild 36) med stora variationer mellan åren. 2009 genererade fonden en aktiv avkastning före kostnader på SEK 2,9 miljarder, vilket innebär att fonden uppfyllde sitt mål på SEK 500 miljoner i aktivt resultat genom en avkastning på SEK 1,0 miljarder för det aktiva overlay-mandaten. Resultatet 2009 kommer till ~2/3 från återhämtning i kreditportföljen genom fonden inte realiserade det negativa resultat som uppstod i ränteportföljen under 2008, och ~1/3 från övriga aktiva beslut. Den senaste femårsperioden 2005-2009 genererade fonden ett ackumulerat aktivt resultat före kostnader på SEK 1,4 miljarder, medan fonden under femårsperioden 2004-2008 genererade ett resultat på SEK -1,6 miljarder.

Tredje AP-fondens aktiva resultat på SEK 1,4 miljarder för perioden 2005-2009 kan delas upp i aktivt resultat från kapitallösa overlay-mandat om SEK 1,8 miljarder och aktivt resultat från fondens traditionella aktiva förvaltning med kapitalallokerade mandat på SEK -0,4 miljarder. Det här visar att fonden varit framgångsrik i sin aktiva förvaltning genom att separera alfa- och beta-förvaltningen.

Tredje AP-fondens aktiva avkastning 2001¹–2009

Årlig aktiv avkastning² exklusive kostnader, SEK miljarder



¹ 1 juli 2001

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

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

KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

7. Grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Fjärde AP-fondens verksamhet 2009. Den grundläggande utvärderingen fokuserar i år på att beskriva fondens förvaltningsmodell, viktiga händelser 2009 och den totala avkastningen samt värdet av strategiska beslut och aktiv förvaltning 2001¹-2009.

Fjärde AP-fondens verksamhet, förvaltningsmodell och nyckelhändelser 2009

Fjärde AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Fondens styrelse har satt ett avkastningsmål att i genomsnitt uppnå en real total avkastning på minst 4,5% per år sett över en femårsperiod (från och med 2010 över en tioårsperiod). Fonden ska inom ramen för detta uppnå en genomsnittlig aktiv avkastning om 0,5% per år under perioden 2009-2012. Under det enskilda året 2009 var målet för aktiv avkastning 0,4% på grund av omstrukturering av förvaltningsorganisationen.

Fondens organisation bestod i december 2009 av 52 medarbetare (47 år 2008) varav 21 arbetar inom förvaltningen (19 år 2008). Förvaltningsorganisationen är uppdelad i enheterna Svenska aktier, Globala aktier, Alternativa Investeringar, Räntor/valuta och Tillgångsallokering.

Fjärde AP-fondens investeringsfilosofi bygger på tre steg; fokus på allokering mellan tillgångslag, avvägning mellan aktiv och passiv förvaltning samt avvägning mellan extern och intern förvaltning (stys av förväntad avkastning och kostnader) (Bild 37). Fondens strategi är att ha stort fokus på allokeringen i tillgångsklasser varifrån det största bidraget till den totala avkastningen förväntas komma. Fonden arbetar på lång sikt med Normalportföljen (den långsiktiga portföljen) med en horisont på 40 år. Normalportföljen baseras på ALM-analysen och beslutas av styrelsen en gång per år. Då Normalportföljen har mycket lång sikt kompletteras den med den Strategiska portföljen (den medelfristiga portföljen) med en horisont på 3-5 års sikt. Den Strategiska portföljen utgår från Normalportföljen och anpassas till rådande konjunkturläge med hjälp av fondens medelfristiga avkastningsprognoser. Över tid har Fjärde AP-fonden ökat fokus på de medelfristiga besluten. Aktiv förvaltning är också en viktig komponent och 58% av tillgångarna förvaltas idag aktivt. Huvuddelen av den aktiva förvaltningen investerar relativt ett jämförelseindex, men fonden bedriver också absolutavkastande aktiv förvaltning i den taktiska allokeringen och den aktiva valutaförvaltningen. Idag förvaltas 21% av kapitalet externt, jämfört med 42% år 2008. Minskningen av extern förvaltning

¹ Avser 1 juli 2001

genomfördes både på grund av kostnadsskäl och för att fonden bedömde att avkastningen kan förbättras genom intern förvaltning.

Bild 37

Fjärde AP-fondens förvaltningsmodell

Investeringsfilosofi	Förvaltningsmodellens byggpelare
<p>Förvaltningsbeslut i tre steg</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Allokering – Fokus på allokering mellan olika tillgångsslag med ökad betoning på den medelfristiga (3-5 års sikt) allokeringen ▪ Aktiv eller passiv förvaltning – Fonden ska bara förvalta tillgångar aktivt när det finns goda förutsättningar att nå en positiv aktiv avkastning ▪ Extern eller intern förvaltning – Valet mellan extern och intern förvaltning styrs av förväntad avkastning och kostnader 	<p>Långfristiga beslut >5 års sikt</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Normalportfölj baserad på ALM-analys med 40 års sikt <ul style="list-style-type: none"> – Sammansatt endast av index – Bestämmer den långsiktiga tillgångs- och valutafördelningen ▪ Utgör jämförelseindex för den strategiska portföljen ▪ Beslutas av styrelsen
	<p>Medelfristiga beslut 3-5 års sikt</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Strategisk portfölj med 3-5 år sikt baserad på medelfristig marknadsanalys och portföljanslys <ul style="list-style-type: none"> – Bestämmer den medelfristiga tillgångs- och valutafördelningen, valutaexponering samt regional fördelning – Sammansatt av index (faktiska portföljens jämförelseindex) samt aktier, obligationer, derivat etc (strategiska positioner) ▪ Utgör jämförelseindex för den faktiska portföljen ▪ Beslutas av styrelsen med särskilt mandat till VD
	<p>Aktiv förvaltning <1 år</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Förvaltning av den taktiska portföljen genom aktiva eller passiva positioner i aktier, räntebärande tillgångar, derivat etc. ▪ VD, eller den VD utser, beslutar om investeringar ▪ 58% av tillgångarna förvaltades aktivt (60% 2008) <ul style="list-style-type: none"> – Under 2009 kom främsta bidraget från aktiv förvaltning från räntebärande tillgångar och globala aktier ▪ All likvid aktiv förvaltning är intern
	<p>Extern vs. intern förvaltning</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 21% av tillgångarna förvaltas externt, främst genom indexförvaltning på globala aktier ▪ År 2008 förvaltades 42% av tillgångarna externt, och minskningen under 2009 skedde både på grund av kostnadsskäl och för att förbättra avkastningen

KÄLLA: Fjärde AP-fonden

Under 2009 genomförde fonden viktiga förändringar i Normalportföljen samt den Strategiska portföljen. Normalportföljen förändrades genom en minskning av andelen globala aktier (-1%) samt svenska aktier (-0,5%) till fördel för räntebärande tillgångar (+1,5%). I den Strategiska portföljen minskade andelen globala aktier (-0,5%) samt svenska aktier (-0,5%) till fördel för räntebärande tillgångar (+1%).

Under 2009 slutförde fonden förändringsarbetet som startade 2007. Under denna period har nya chefer tillsatts för Räntor och Valuta samt Globala aktier, nya investeringsmodeller per affärsområde implementerats samt flytt till nya lokaler genomförts. Sedan 2007 har därmed två tredjedelar av fondens anställda ersatts av nya medarbetare.

Fjärde AP-fondens resultat 2001¹-2009

Fondens totala kapital ökade 2001-2009 från SEK 132 miljarder till SEK 196 miljarder (Bild 38). Av ökningen på SEK 64 miljarder bidrog avkastning efter kostnader med SEK 49 miljarder. 2009 års avkastning på SEK 35 miljarder efter kostnader var den högsta

¹ Avser 1 juli 2001

under perioden 2001-2009. Det kan jämföras med den lägsta avkastningen i fondens historia, SEK -43 miljarder 2008.

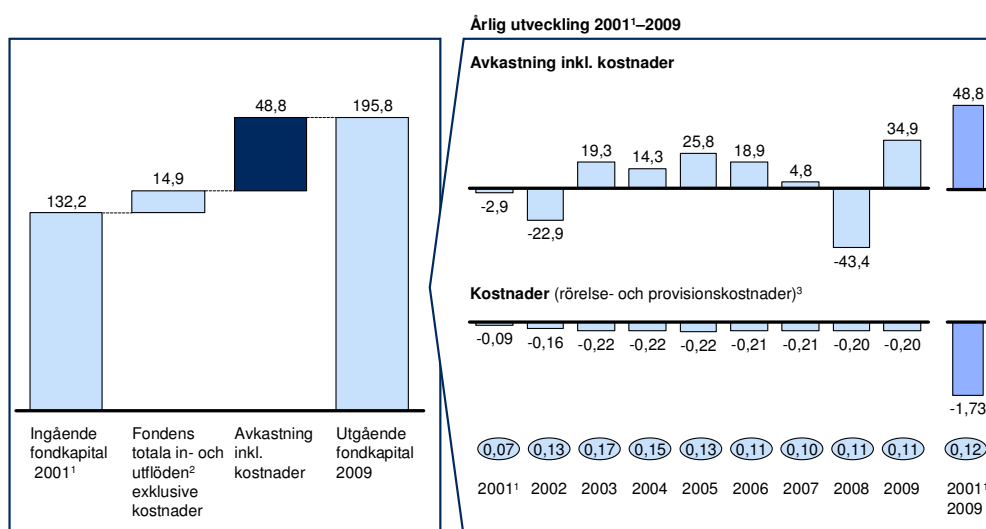
Fondens totala kostnader under perioden var SEK 1,7 miljarder, vilket är lägst av fonderna, och under 2009 var kostnaderna SEK 0,20 miljarder. Fjärde AP-fonden har haft relativt konstanta kostnader under de senaste åren. Förvaltningskostnaderna bör dock inte enbart analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonden skapar. En högre kostnad för t.ex. provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden.

Bild 38

Fjärde AP-fondens utveckling 2001¹-2009

SEK miljarder

Kostnad⁴,
Procent



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

¹ 1 juli 2001

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

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

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

KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

Fjärde AP-fondens utveckling under 2001-2009 motsvarar en årlig avkastning efter kostnader på 3,4% och under den senaste femårsperioden 2005-2009 var avkastningen 4,9% (Bild 39). Det här innebär att fonden inte nått upp till styrelsens mål om 4,5% real avkastning plus inflation (mellan 1,5-1,7%) under någon av dessa tidsperioder. Under perioden 2005-2009 översteg avkastningen inkomstindex, men inte under hela perioden 2001-2009. 2009 var det året med högst avkastning sedan 2001 med en avkastning efter kostnader på 21,5%. Fondens kostnader 2001-2009 motsvarade i genomsnitt 0,12% av kapitalet och 2009 motsvarade kostnaderna 0,11%.

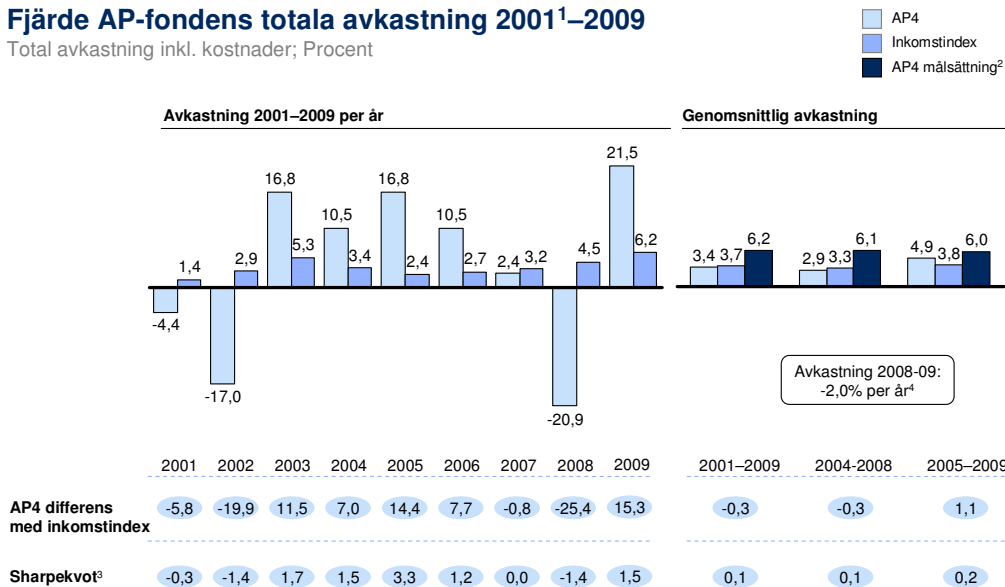
Fondens resultat bör utvärderas över en lång tidsperiod givet dess uppdrag. Dock är det relevant att analysera hur väl fonden klarade av de två extrema åren som kapitalförvaltningsbranschen upplevde 2008-2009. Fjärde AP-fonden genererade 2008-

2009 en genomsnittlig årlig avkastning på -2,0%, vilket är bäst av Första till Fjärde AP-fonderna.

Bild 39

Fjärde AP-fondens totala avkastning 2001¹–2009

Total avkastning inkl. kostnader; Procent



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

1 1 juli 2001

2 Fjärde AP-fondens genomsnittliga målsättning. 2009 var målsättningen 4,5% i real avkastning med -0,3% inflation och under 2001-2009 har målsättningen varit 4,5% i real avkastning med genomsnittlig inflation på 1,5-1,7%

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

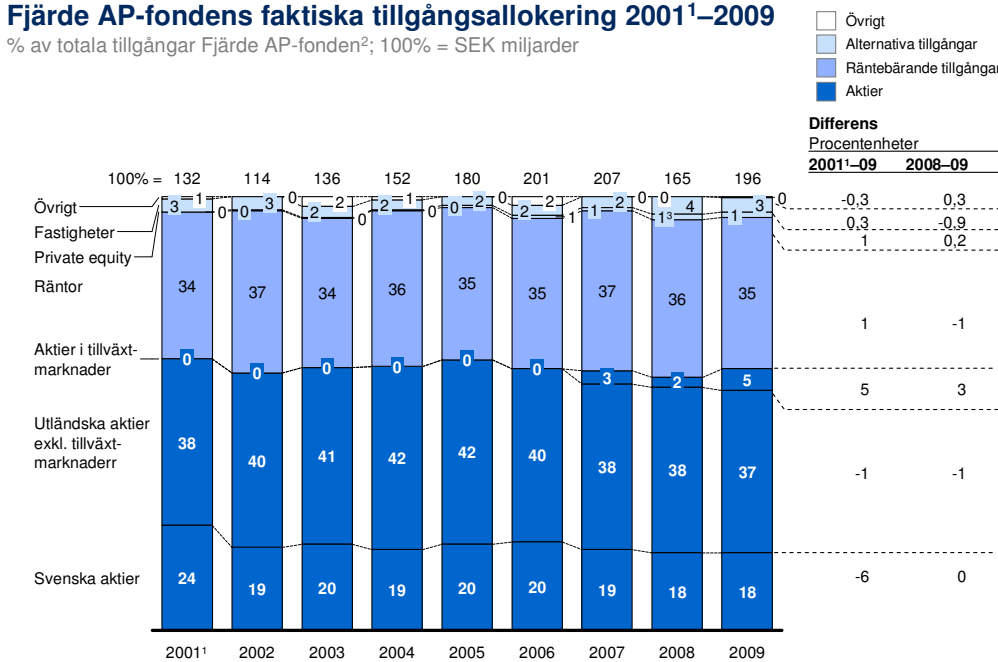
4 Fonderna bör utvärderas över en lång tidsperiod, men det finns värde i att analysera hur fonderna klarade av två extrema år på kapitalmarknaderna år 2008-2009

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

Bild 40

Fjärde AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001¹–2009

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



1 Avser 1 juli 2001

2 Den faktiska allokeringen den 31 december varje år

KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

Fjärde AP-fonden hade vid utgången av 2009 högst andel aktier i sin portfölj av Första till Fjärde AP-fonderna. Den största förändringen i fonden faktiska allokering 2001-2009 är att fonden mellan 2007 och 2009 gick från 0% till ca 5% investerat i aktier i tillväxtmarknader genom att omallokera från andra utländska aktier och svenska aktier (Bild 40).

Värdet av strategiska beslut och aktiv förvaltning 2001¹-2009

En analys av de viktigaste källorna till Fjärde AP-fondens avkastning visar att fonden 2001-2009 genererat SEK 54,7 miljarder från strategiska beslut (långsiktiga och medelfristiga beslut) och SEK -4,2 miljarder från aktiv avkastning före kostnader. Detta innebär att den aktiva avkastningen bidragit till avkastningen med -8% och de strategiska besluten har bidragit med 108% av avkastningen före kostnader.

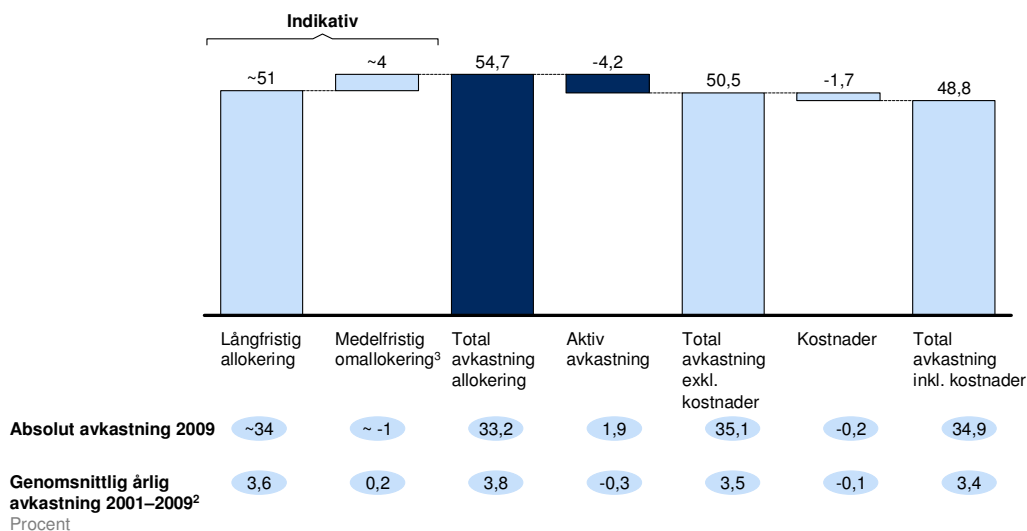
För de strategiska besluten (både långsiktiga och medelfristiga beslut) arbetar Fjärde AP-fonden med två portföljer, den långsiktiga Normalportföljen (40 års sikt) och den medelfristiga Strategiska portföljen (3-5 års sikt). De långsiktiga besluten tagna i Normalportföljen har sedan 2001 bidragit med SEK ~51 miljarder eller 93% av avkastningen från allokering.

Fjärde AP-fonden arbetar också aktivt med medelfristiga allokeringsbeslut. I perioden 2001-2009 har den medelfristiga allokeringen bidragit med totalt SEK ~4 miljarder och under 2009 var bidraget negativt (SEK ~-1 miljard) (Bild 41). En stor del av det totala positiva bidraget från medelfristig allokering kommer från 2008 då fonden hade en undervikt i aktier och en övervikt i räntor. Under 2009 var den viktigaste orsaken till den negativa medelfristig avkastningen en undervikt i aktier och en motsvarande övervikt i räntebärande tillgångar. Övriga positioner som bidrog negativt var en undervikt i japanska obligationer samt undervikter i långa obligationer på de brittiska och svenska marknaderna. Inom medelfristiga valutapositioner togs en position med undervikt i Euro mot svenska kronor vilket gav ett positivt bidrag. Skillnader i rebalanseringsrutin mellan Normalportföljen och den strategiska portföljen bidrog negativt till den medelfristiga avkastningen år 2009.

¹ Avser 1 juli 2001

Nedbrytning av avkastningen för Fjärde AP-fonden 2001–2009

Absolut avkastning 2001¹–2009, SEK miljarder



¹ 1 juli 2001

² Årlig avkastning baserat på geometrisk medelvärde av daglig procentuell avkastning

³ Skillnad i tillgångsallokering mellan fondens strategiska portfölj och normalportfölj 1 juli 2001 – 31 december 2009.

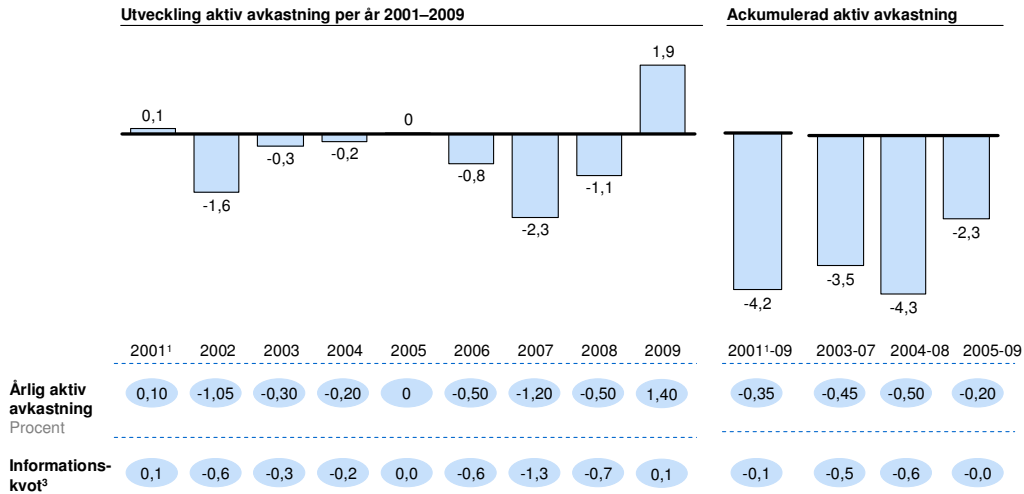
KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

Fjärde AP-fondens aktiva förvaltning har sedan 2001 bidragit till totalavkastningen med SEK -4,2 miljarder (-0,35% per år). 2009 och 2001 är de enda åren med positiv aktiv avkastning (Bild 42). Under samtliga femårsperioder har det aktiva bidraget därmed varit negativt med mellan SEK -2,3 till -4,3 miljarder. 2009 års aktiva avkastning före kostnader uppgick dock till SEK 1,9 miljarder. Samtliga tillgångsslag bidrog 2009 positivt till den aktiva avkastningen och det största bidraget till resultatet 2009 kom från ränteportföljen som genererade SEK 1,1 miljarder i aktiv avkastning. Den viktigaste faktorn bakom ränteportföljens aktiva resultat var en återhämtning i kreditportföljen som gav ett bidrag till det aktiva resultatet på SEK ~0,6 miljarder genom en stor andel kreditobligationer. Andra tillgångsslag som bidrog till det positiva aktiva resultatet var den globala aktieförvaltningen (SEK ~0,4 miljarder), aktiv valutaförvaltning (SEK ~0,2 miljarder) och den svenska aktieförvaltningen (SEK ~0,2 miljarder). Under 2009 överträffade Fjärde AP-fonden sin målsättning för aktiv avkastning på 0,40% i och med att den aktiva avkastningen uppgick till 1,40%.

Från och med 2008 års resultat förändrade Fjärde AP-fonden beräkningen av den aktiva avkastningen till att inte inkludera avkastning från implementeringen av den strategiska tillgångs- och valutafördelningen.

Fjärde AP-fondens aktiva avkastning 2001¹–2009

Årlig aktiv avkastning², SEK miljarder



¹ 1 juli 2001

² Total aktiv avkastning för likvidportföljen vilket utgörs av aktiv förvaltning inom tillgångsslag exkl. alternativa investeringar och aktiv avkastning från overlaymandat samt allokeringseffekter från strategisk till faktisk vikt i likvidportföljen; för 2008 och 2009 separerar fonden de aktiva mandaten på ett tydligare sätt och inkluderar inte avkastningsbidraget från implementeringen av den strategiska tillgångs- och valutafördelningen

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

KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

8. Grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Sjätte AP-fondens verksamhet 2009. Utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens verksamhet och investeringsstrategi samt redovisa avkastningen från fondens totala portfölj och avkastningen från de olika marknadssegmenten i fondens investeringsverksamhet.

Sjätte AP-fondens verksamhet, investeringsstrategi och nyckelhändelser 2009

Sjätte AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet, men skiljer sig mot de andra fyra buffertfonderna i flera avseenden. Sjätte AP-fondens uppdrag är att uppnå hög avkastning med tillfredställande riskspridning genom att investera i riskkapital främst i små och medelstora bolag i Sverige. Fonden ska på så sätt också bidra till tillväxten i Sverige. Sjätte AP-fonden är en stängd fond, det vill säga inga in- eller utflöden ur fonden sker. Detta gör att fonden behöver en likviditetsbuffert för att möjliggöra uppföljningsinvesteringar i portföljbolag samt för att göra nyinvesteringar. Dessa speciella förutsättningar påverkar fondens möjligheter till geografisk diversifiering och försvårar jämförelser med tillgängliga externa benchmarks i utvärderingen av fondens resultat. Under 2007 reviderades Lagen om Sjätte AP-fonden (2000:193) till att möjliggöra investeringar även i utländska bolag, men givet lagens förarbeten om främjandet av tillväxt i Sverige ska fonden även fortsättningsvis fokusera på Sverige.

Med bakgrund av Sjätte AP-fondens uppdrag har fondens styrelse sedan 2003 ett långsiktigt avkastningsmål på det samlade fondkapitalet som uppgår till riskfri ränta plus en riskpremie på 4,5%. Huvudfokus för fondens investeringar ska vara små och medelstora, i huvudsak svenska, tillväxtbolag. För fondens investeringsverksamhet har Sjätte AP-fonden utvecklat en riskpremiemodell med parametrar som årligen fastställs av styrelsen och som specificerar det årliga målet (avkastningsmålet) för enskilda investeringar samt investeringsportföljer i olika marknadssegment. Under 2009 var avkastningsmålet 7,5% för hela fonden.

Under 2009 fattade styrelsen beslut om att ta bort det överavkastningsmål som tidigare fanns i avkastningsmålet. Det avkastningsmål som används idag saknar överavkastningsmål och är likställt med det som tidigare kallades avkastningskrav.

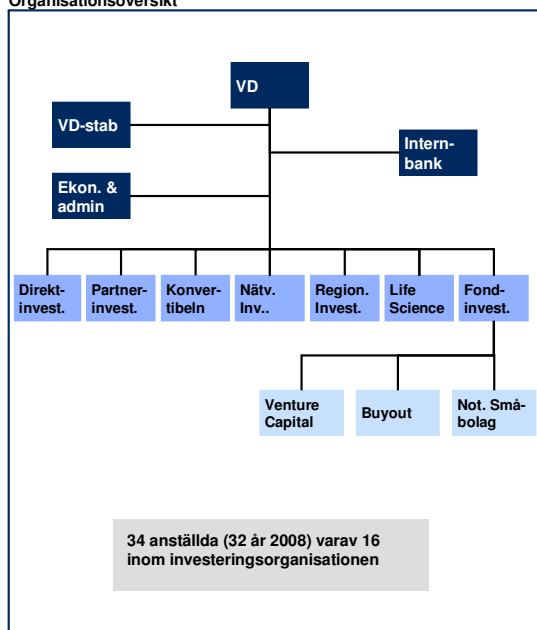
Sjätte AP-fondens organisation har inte förändrats under 2009 och är uppdelad i en internbank samt sju affärsområden (Bild 43). Organisationen hade vid utgången av 2009 34 medarbetare (32 år 2008), varav 16 inom investeringsorganisationen. Vid utgången av 2009 förvaltades majoriteten av kapitalet (88% eller SEK 16,5 miljarder) i de tre största affärsområdena AP Fondinvesteringar (37% eller SEK 6,9 miljarder), AP

Direktinvesteringar (35% eller SEK 6,6 miljarder) och AP Partnerinvesteringar (16% eller SEK 3 miljarder). Affärsenheten AP fondinvesteringar är uppdelad i buyout-fonder (60%), noterade småbolagsfonder (30%) och venture capital-fonder (10%). Under 2009 flyttades en del av ett fondinnehav från AP Fondinvesteringars Venture-portfölj till Buyoutportföljen för att på ett mer rättvisande sätt beskriva de underliggande portföljbolagens mognadsgrad. Det här innebär att ett marknadsvärde på SEK ~450 miljoner omklassificerades. Under slutet på 2009 sålde AP Fondinvesteringar andelar i fonder som placerar i noterade småbolag till ett belopp av SEK ~1 miljard.

Bild 43

Sjätte AP-fondens organisation och tillgångsallokering

Organisationsöversikt



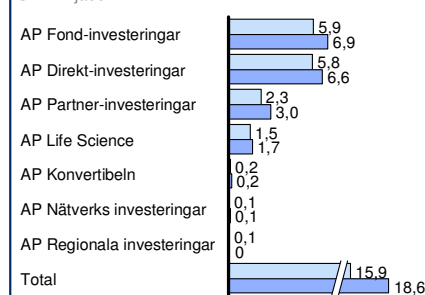
KÄLLA: Sjätte AP-fonden

Tillgångsallokering

% av totalt kapital i investeringsverksamheten 2009

Totala investeringsverksamheten

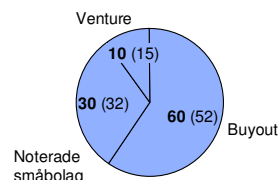
SEK miljarder



AP Fondinvesteringar

Andel av investerat kapital, 2009 (2008)

100% = SEK 6,9 miljarder (SEK 5,9 miljarder)



Det här innebär att Sjätte AP-fonden investerar i tre typer av bolag eller marknadssegment (expansionsbolag, mogna bolag och noterade småbolag), i samtliga marknadssegment genom en kombination av direkta investeringar och investeringar i fonder.

Sedan starten 2006 har Sjätte AP-fondens verksamhet utvecklats successivt. En milstolpe i fondens utveckling var 2003 då investeringsverksamheten hade blivit tillräckligt stor att betraktas som fondens kärnverksamhet. Samma år antogs en verksamhetsbeskrivning som bland annat innebar att fonden antog ett absolut avkastningsmål för hela fondportföljen. Fram till 2003 förvaltades en majoritet av fondens kapital som likvida medel i fondens likviditetsportfölj (som 2003 blev fondens internbank).

Sedan 2008 arbetar Sjätte AP-fonden med en strategi för företagsinvesteringar som går ut på att förädla bolagen genom förflyttning mellan affärsområden beroende på bolagets mognadsfas (Bild 44). Av fondens företagsinvesteringar är idag 68% investerade genom AP Direkt-investeringar i mogna bolag som till exempel Lindab och Norrporten. Resterande 32% av investeringarna finns i tillväxtbolag och sköts av affärsområdena AP Partnerinvesteringar, AP Nätverksinvesteringar och AP Regionala Investeringar.

BILD 44

Sjätte AP-fondens strategi för företagsinvesteringar¹ 2009

SEK miljoner

	Beskrivning	Bolags-Storlek Omsättning	Marknads- värde 2009	Antal innehav	Exempel på bolag i portföljen
AP Direkt- investeringar	<ul style="list-style-type: none"> Investerar direkt i onoterade företag Investeringar görs i väletablerade företag i varu- och tjänste-producerande branscher där finansiella och strukturella förändringar skapar förutsättningar för tillväxt Investeringar görs i strukturer med behov av en finansiell partner 	>500	6 590 (68%)	7	<ul style="list-style-type: none"> Lindab Norrporten Volvofinans
	<ul style="list-style-type: none"> Inv. tillsammans med en affärspartner i företag huvudsak i expansionsfasen Investeringsfokus är företag i expansionsfas med 2-500 MSEK i omsättning 	20-500	2 981 (31%)	25	<ul style="list-style-type: none"> Atlas Design Enmesh KVD Kvarndammen Seabased
AP Partner- investeringar	<ul style="list-style-type: none"> Erbjuder tillväxtkapital samt kompetensstöd till företag som är mogna att lansera produkt eller tjänst Arbetar aktivt med investeringar från Regionalt nätverk 	5-20	130 (1%)	18	<ul style="list-style-type: none"> CombiQ MoBOT MyFC Redburst
AP Nätverksinvesteringar	<ul style="list-style-type: none"> Aktiva lokala kontakter för kunskaps- och affärsutbyte indelat i 8 regioner Tillgång till nya affärer och kunskap till utveckling av affärsmodellen 	5-20	47 (0-1%)	2	<ul style="list-style-type: none"> Ekonord Invest Chalmers Innov. Seed fund Iqube
AP Regionala Investeringar					
Total			9 743		

¹ Sjätte AP-fondens direktinvesteringar i bolag (dvs. exklusive investeringar i AP Fondinvesteringar, AP Life Science samt AP Konvertibeln)
KÄLLA: Sjätte AP-fonden

Efter flera år av låg avkastning för segmentet expansionsbolag beslutade styrelsen 2009 att utvärdera den nuvarande portföljen med expansionsbolag under en tidsperiod på fem år. Inget beslut har fattats om att avveckla delar eller hela portföljen eller om stopp för nyinvesteringar i expansionsbolag. Fonden kommer dock vara mer restriktiv med investeringar i expansionsbolag under utvärderingsperioden.

Under 2009 har nyinvesteringar på SEK 0,6 miljarder genomförts. Sjätte AP-fonden har även gjort tilläggsinvesteringar till ett värde av SEK 1,2 miljarder samt sålt bolag till ett värde av SEK 1,4 miljarder.

Under hösten 2009 uppmärksammades misstänkta oegentligheter i företaget Xeratech, ett av Sjätte AP-fondens bolag, och företagets ledning och Sjätte AP-fondens styrning av bolaget ifrågasattes. Sjätte AP-fonden har anlitat externa parter (juristfirma, säkerhetsfirma och revisionsfirma) för att utreda de faktiska förhållandena. En anmälan har också lämnats till Eko-brottsmyndigheten som inlett en förundersökning. Sjätte AP-

fonden har även genomfört en utredning (utförd av extern part) av fondens interna beslutsprocesser och investeringsrutiner. Resultatet från denna utredning visade att de interna beslutsprocesserna och investeringsrutinerna fungerar väl.

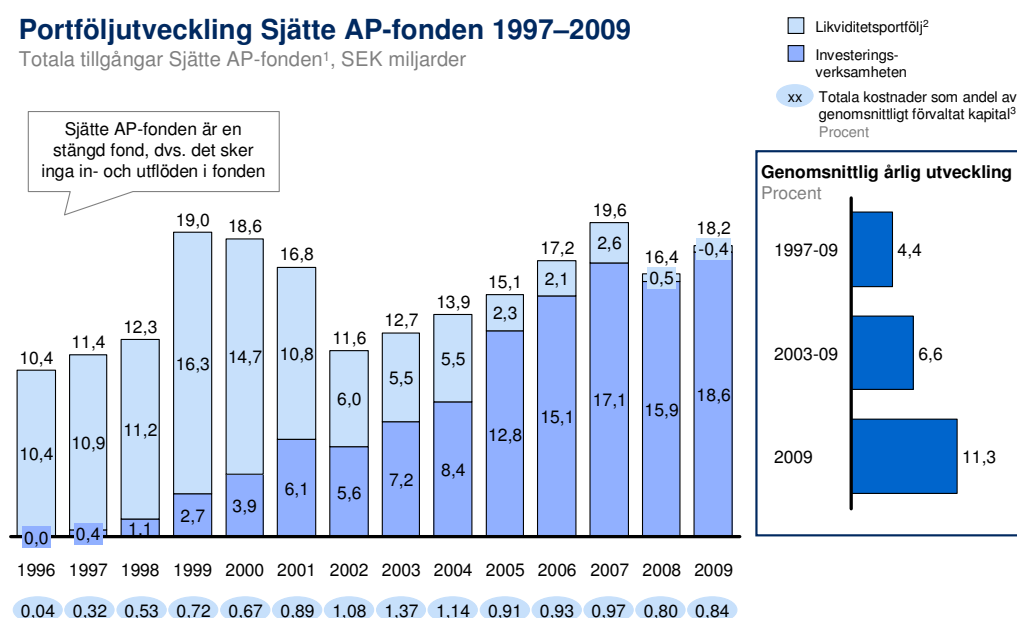
Resultat för Sjätte AP-fondens totala portfölj 1997-2009

Sjätte AP-fondens kapital har vuxit från SEK 10,4 miljarder till SEK 18,2 miljarder sedan 1996 (Bild 45). Sedan starten har fonden minskat andelen likvida medel förvaltade i internbanken och byggt upp en investeringsportfölj. Vid utgången av 2009 var likviditetsportföljen negativ då fonden valt att finansiera uppföljningsinvesteringar och nyinvesteringar genom att utnyttja SEK 0,4 miljarder av en bankkredit på SEK 3 miljarder.

Bild 45

Portföljutveckling Sjätte AP-fonden 1997-2009

Totala tillgångar Sjätte AP-fonden¹, SEK miljarder



1 AP6 redovisningsprinciper inom tillgångsslaget Private Equity: i) värdering görs vid årets utgång som inkluderar kvartal fyra, ii) försiktiga värderingsprinciper av onoterade tillgångar samt kostnadsfört samtliga tillgångsförda kostnader (inklusive förvaltningskostnader) och därmed tagit dem i resultatet

2 Sedan 2003 internbanken

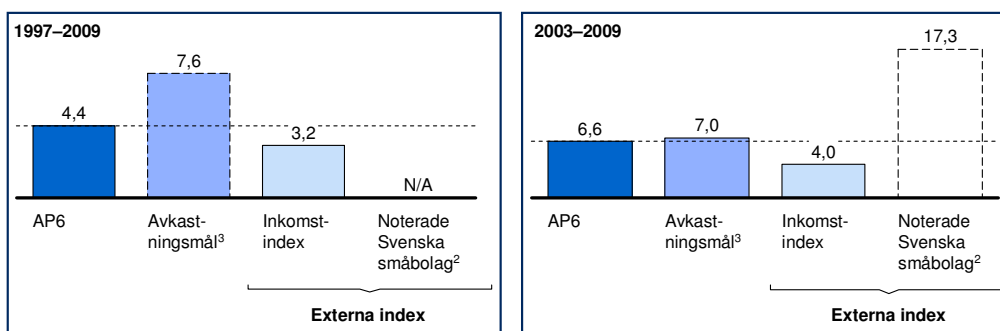
3 Totala kostnader enligt definition i fondens årsredovisning; externa management fees redovisas som del i anskaffningsvärdet

KÄLLA: Sjätte AP-fonden; McKinsey-analys

Fondens utveckling 1997-2009 motsvarar en avkastning under perioden på 4,4% per år efter kostnader. Utvecklingen under 2009 var SEK 1,8 miljarder eller 11,3%. Avkastningen sedan 2003 har varit 6,6% per år efter kostnader, i hög grad påverkat av det negativa resultatet 2008. Detta innebär att fonden inte nått upp till styrelsens avkastningsmål under perioden 2003-2009. 2003-2009 avkastade fonden i genomsnitt 0,4% lägre än styrelsens mål på riskfri ränta plus 4,5%, vilket motsvarade 7,0% per år. Före 2003 hade fonden inte målet om riskfri ränta plus 4,5% (utan ett börsindex), men inte heller under 1997-2009 nådde fonden upp till riskfri ränta plus 4,5% som under perioden motsvarade 7,6% (Bild 46).

Resultat Sjätte AP-fondens totala portfölj 1997–2009

Genomsnittlig årlig avkastning¹ efter totala kostnader; Procent



Faktorer som försvårar jämförelse av Sjötte AP-fondens resultat med externa benchmarks

- Fondens uppdrag och portföljsammansättning gör att det inte finns direkt jämförbara index
 - Fonden placerar främst i på den onoterade riskkapitalmarknaden, varför jämförelse med noterade index har tydliga begränsningar men kan utgöra en referenspunkt
- Jämförelse försvåras också av att fonden är stängd samt att den leverage som ett Private Equity-bolag arbetar med inte är möjlig

1 Nettoavkastning delat på ingående kapital

2 Total return MSCI Swedish Smallcap

3 Långsiktigt avkastningsmål sedan 2003: 4,5% plus riskfri ränta (reporänta). Före 2003 var målet ett börsindex. Under 1997-2009 var riskfria räntan 3,1% per år, under 2003-2009 var riskfria räntan 2,5% per år

KÄLLA: Sjötte AP-fonden, Datastream; McKinsey-analys

Det speciella uppdrag som Sjötte AP-fonden har gör att det inte finns några direkt jämförbara externa index. Som referens kan dock nämnas att fondens avkastning under både 1997-2009 samt 2003-2009 har varit lägre än breda index för noterade svenska medelstora bolag och svenska småbolag. Sjötte AP-fonden har dock under båda dessa perioder genererat högre avkastning efter kostnader än inkomstindex.

Fondens totala kostnader har 2003-2009 varierat mellan SEK 130-180 miljoner per år, vilket motsvarar 0,80%-1,40% av det genomsnittliga kapitalet i fonden. 2009 uppgick kostnaderna till 0,84%, eller SEK 146 miljoner, vilket är en marginell ökning från 2008 då kostnaderna uppgick till 0,80% eller SEK 144 miljoner. I jämförelse med resterande AP-fonder är kostnaden högre som andel av totalt kapital, men jämförelsen har begränsad relevans givet fondernas olika verksamhetsinriktningar. Investeringar i onoterade bolag med strategin att vara en aktiv ägare som Sjötte AP-fonden kräver högre kostnader i relation till kapitalbasen jämfört med små minoritetsinvesteringar i noterade värdepapper som är huvudfokus för de övriga AP-fonderna. Liksom för de andra AP-fonderna bör också kostnaderna sättas i relation till avkastningen.

Resultat för Sjötte AP-fondens investeringsportföljer 1997-2009

I slutet av 2009 bestod investeringsportföljen av 60% mogna bolag, 29% expansionsbolag och 11% noterade småbolag (Bild 47). I varje segment gör Sjötte AP-fonden både

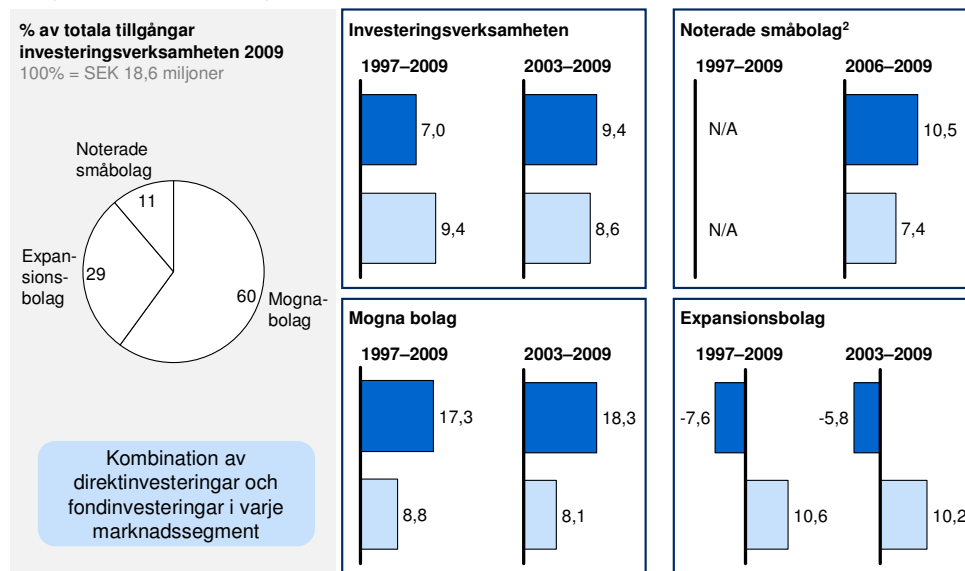
direktinvesteringar och investeringar i externa fonder. Under perioden 1997-2009 hade investeringsverksamheten en årlig avkastning på 7,0% efter externa kostnader, vilket är 2,4% lägre än avkastningsmålet för motsvarande tidsperiod. Under 2003-2009 var den årliga avkastningen efter externa kostnader för investeringsverksamheten 9,4% per år vilket överstiger avkastningsmålet för portföljen med 0,8%. Inom de olika marknadssegmenten i investeringsportföljen varierar dock avkastningen kraftigt. Noterade småbolag genererade en avkastning på 10,5% per år under tidsperioden 2006-2009, vilket är högre än styrelsens avkastningsmål på 7,4%. Segmentet mogna bolag har genererat en årlig avkastning på 17,3% efter externa kostnader under 1997-2009, och under 2003-2009 var avkastningen efter externa kostnader var 18,3%. Avkastningen från investeringarna i mogna bolag har således överstigit styrelsens avkastningsmål under båda perioderna.

BILD 47

Resultat Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet

IRR (efter externa kostnader); Procent

■ Sjätte AP-fonden
■ Avkastningsmål¹



¹ Avkastningsmål: Riskfri ränta + Sektorbeta * Marknadens riskpremie + faspåslag. År 2009 ändrades definitionen på avkastningsmål till att inte innehålla någon överavkastning

² Noterade småbolag adderades till Sjätte AP-fondens investeringsportfölj vid utgången 2005

KÄLLA: Sjätte AP-fonden; McKinsey-analys

Investeringarna i expansionsbolag har påverkat resultatet för investeringsportföljen negativt under 1997-2009 såväl som under 2003-2009. Avkastningen från investeringar i expansionsbolag uppgick till -7,6% per år under 1997-2009 och till -5,8% per år under 2003-2009 och har därmed inte nått upp till styrelsens avkastningsmål. På grund av den låga avkastningen har, som tidigare nämnts, styrelsen beslutat att under en femårsperiod utvärdera engagemanget i segmentet expansionsbolag.

9. Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Sjunde AP-fondens verksamhet 2009. Utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens verksamhet och förvaltningsmodell samt att redovisa NAV-avkastningen och den aktiva avkastningen under 2009 för Sjunde AP-fondens två värdepappersfonder Premiesparfonden och Premievals-fonden.

Sjunde AP-fondens verksamhet, förvaltningsmodell och nyckelhändelser 2009

Sjunde AP-fonden förvaltar två fonder i Premiensionssystemet (PPM): Premiesparfonden (PSF) för den som inte aktivt väljer en privat förvaltare i PPM och Premievals-fonden (PVF) som väljs aktivt i konkurrens med de övriga ~790 valbara fonderna som fanns i PPM-systemet 2009.

Sjunde AP-fondens uppdrag är att förvalta Premiesparfonden till en lägre risk än de privata alternativen i PPM-systemet. Givet uppdraget har fondens styrelse fastställt målen att avkastningen för PSF under löpande femårsperioder minst ska motsvara PPM-index med lägre risk, medan avkastningen för PVF över en löpande femårsperiod minst ska motsvara PPM-index plus 0,35% per år. Ett delmål för Sjunde AP-fonden är att aktiv avkastning ska bidra med 0,5% av fondens totala avkastning.

Grundfilosofin i Sjunde AP-fondens förvaltningsstrategi är passiv förvaltning, men fonden förvaltar även en del av kapitalet aktivt. I slutet på 2009 förvaltades 38% av totalt kapital aktivt för Premiesparfonden respektive 57% för Premievals-fonden, främst genom kapitallösa mandat baserade på aktier och valuta. Under 2009 slutfördes ett förändringsarbete gällande fondens förvaltningsstruktur, vilket innebar övergång till separering av alfa- och beta-mandat. Till följd av separeringen har alla utom ett aktivt long-only¹-mandat stängts och två passiva beta-mandat² och ett passivt sektor-mandat³ har öppnats. Sjunde AP-fonden använder i stor utsträckning externa mandat och den externa förvaltningen i Premiesparfonden var vid utgången av 2009 62% respektive 65% för Premievals-fonden.

Sjunde AP-fonden hade vid utgången av 2009 18 medarbetare (16 år 2008) varav 5 arbetar inom förvaltningen. Förvaltningsorganisationen består av enheterna Valuta, Svenska aktier och Svenska räntor och ett flertal externa förvaltare.

¹ Long-only innebär investering direkt i en underliggande tillgång

² Index mandat

³ Inom sektorn Clean Tech

Senast den 31 maj 2010 ska Premiesparfonden och Premievalsfonden upphöra och ersättas med sex produkter inklusive en generationsfond. Detta kommer ske genom att en ny global aktiefond skapas, samt en räntefond med svenska nominella räntepapper. Olika kombinationer av dessa två fonder ger de sex nya produkterna som Sjunde AP-fonden kommer att erbjuda. Generationsfonden Statens Årskullsförvaltningsalternativ (SÅFA) ersätter Premiesparfonden och blir alternativet för de som inte gör ett aktivt val om placering av premiepensionsavgifterna. I SÅFAn bestäms andelen räntebärande papper beroende på investerarens ålder, och efter 75 års ålder placeras 33% av kapitalet i den globala aktiefonden och 67% i räntefonden. Övriga produkter som erbjuds är placering i räntefonden respektive den globala aktiefonden samt Statens Fondportföljer Försiktig (67% räntor), Balanserad (50% räntor) och Offensiv (25% räntor).

Resultat för Sjunde AP-fondens totala portfölj 2001-2009

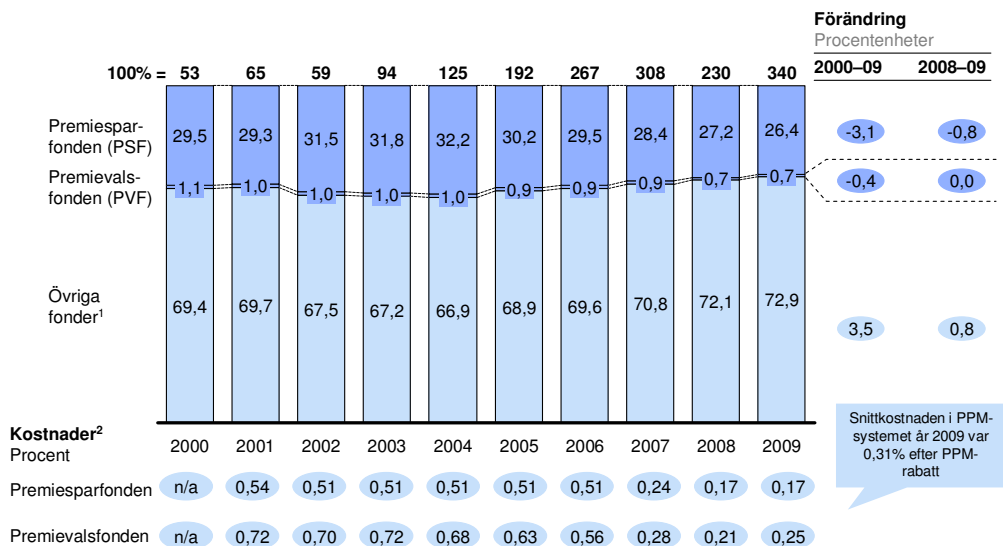
Sjunde AP-fonden förvaltade vid slutet av 2009 27,1% av totala PPM-systemets kapital, varav PSF och PVF andel var 26,4% respektive 0,7% (Bild 48). Sedan år 2000 har både PSFs och PVFs andel av totala PPM-systemet minskat något, totalt 3,5%, drivet av lägre avkastning jämfört med övriga PPM-fonder och av att fler och fler svenskar gör aktiva val. Kostnader (exklusive courtage) som andel av genomsnittligt kapital uppgick 2009 till 0,17% per år för PSF och till 0,25% per år för PVF. Sedan 2001 har kostnader för PSF varierat mellan 0,17%-0,54% per år och 0,21%-0,72% per år för PVF. Under 2001-2009 uppgick de totala kostnaderna exklusive courtage för PSF och PVF till SEK 1,6 miljarder, varav SEK 127 miljoner under 2009. Samtliga fonder i PPM-systemet har haft en kostnad efter PPM-rabatt om SEK 831 miljoner 2009, vilket i genomsnitt motsvarar 0,31%. Utöver detta var avgiftsuttaget från PPM-systemet SEK 451 miljoner eller 0,19%. Sammanlagt innebär det här att de totala kostnaderna för PPM-systemet 2009 var SEK 1,3 miljarder eller 0,50% av totalt förvaltad kapital.

Under perioden 2001-2009 ökade det totala kapitalet för PSF från SEK 15,6 miljarder till SEK 89,7 miljarder (Bild 49). Av ökningen på SEK 74,1 miljarder bidrog nettoinflöden med SEK 62,3 miljarder och avkastning efter kostnader med SEK 11,9 miljarder. Under samma period ökade det totala kapitalet för PVF från SEK 0,6 miljarder till SEK 2,5 miljarder, varav nettoinflöden bidrog med SEK 1,7 miljarder och avkastning efter kostnader med SEK 0,3 miljarder.

Bild 48

Utveckling av totala PPM-kapitalet 2000–2009

Andel av totalt PPM-kapital per 31 december; procent; 100% = SEK miljarder



¹ 788 valbara fonder januari 2010

² Kostnader som andel av genomsnittligt totalt kapital

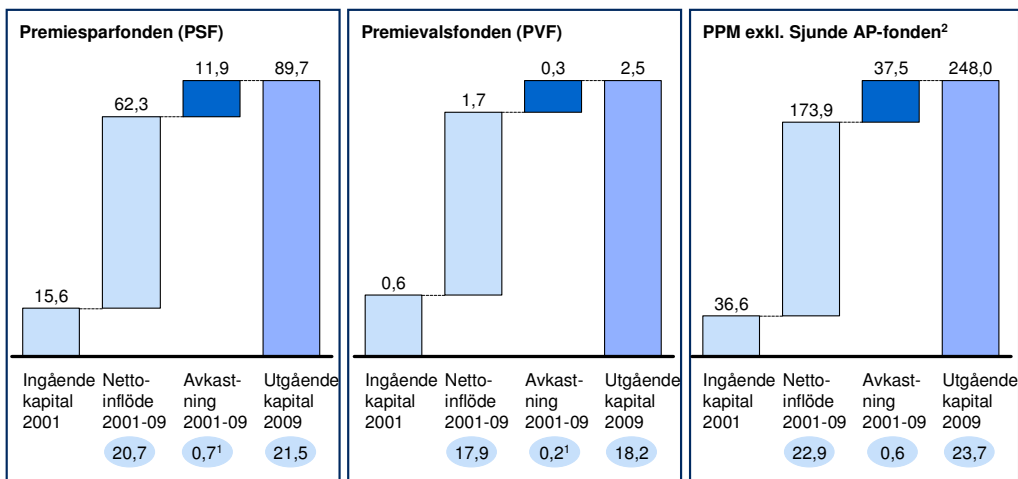
KÄLLA: Sjunde AP-fonden; PPM; Försäkringskassan; McKinsey-analys

BILD 49

Utveckling Sjunde AP-fonden 2001–2009

SEK miljarder

xx Genomsnittlig bidrag till årlig tillväxt 2001–2009
Procent



¹ NAV-avkastning (d.v.s. inkl. kostnader)

² Från PPM: definitioner kan skilja mot AP7 nettoinflöde och avkastning

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

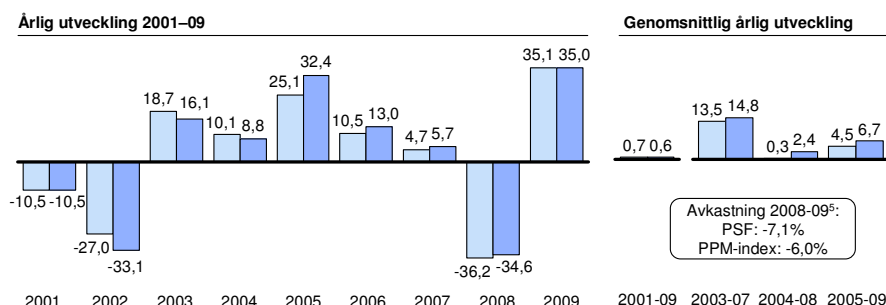
Premiesparfondens utveckling motsvarar en årlig NAV-avkastning på 0,7% per år 2001-2009 vilket är 0,1% högre än PPM-index per år (Bild 50). Under de tre senaste femårsperioderna har Premiesparfonden dock genererat en lägre avkastning än PPM-index och därmed inte uppnått styrelsens avkastningsmål. Under både 2008 och 2009 har volatiliteten för Premiesparfonden varit högre än för PPM-index, men lägre än de fem största fonderna i PPM-systemet (volatilitet för de fem största fonderna var 31,1% 2008 och 21,3% 2009).

Bild 50

Premiesparfondens avkastning 2001–2009

Årlig avkastning (NAV¹); Procent

PSF
PPM-index⁴



Volatilitet²

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2001-09	2003-07	2004-08	2005-09
PSF	18,6	19,6	14,1	9,2	7,7	9,0	11,9	25,4	15,5	15,6	10,6	14,3	15,4
PPM-index	19,5	20,4	14,6	10,1	7,9	11,6	12,4	23,4	12,4	15,6	11,5	14,2	14,6
Differens	-0,9	-0,8	-0,5	-0,9	-0,2	-2,6	-0,5	2,0	3,1	0,0	-0,9	0,1	0,8

Sharpekvot³

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2001-09	2003-07	2004-08	2005-09
PSF	-0,7	-1,7	1,1	0,8	2,6	0,9	0,2	-1,7	1,9	-0,1	1,0	-0,1	0,2
PPM-index	-0,6	-2,0	0,9	0,6	3,3	0,9	0,3	-1,8	2,4	-0,1	1,0	0,1	0,4
Differens	-0,1	0,3	0,2	0,2	-0,6	0,0	-0,1	0,1	-0,5	0,0	0,0	-0,2	-0,2

¹ Net asset value

² Annualiserad standardavvikelse baserad på daglig avkastning och antagande om 250 handelsdagar

³ Sharpekvot baserad på årlig avkastning, 12 månaders svensk skuldväxel och antagande om 250 handelsdagar

⁴ PPM-index är ett sammanvägt index av de ~788 valbara fonderna i PPM-systemet

⁵ Fonder bör utvärderas över en lång tidsperiod, men det finns värde i att analysera hur fonderna klarade av två extrema år på kapitalmarknaderna år 2008-2009

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

Premievalsfonden har genererat en årlig NAV-avkastning på 0,2% per år sedan 2001 och 5,1% respektive -0,8% per år under två senaste femårsperioderna. Det här innebär att inte heller PVF uppnått styrelsens avkastningsmål om att generera 0,35% högre avkastning än PPM-index (Bild 51). Avkastningen under 2009 var dock signifikant högre än PPM-index (46,1% jämfört med 35,0%).

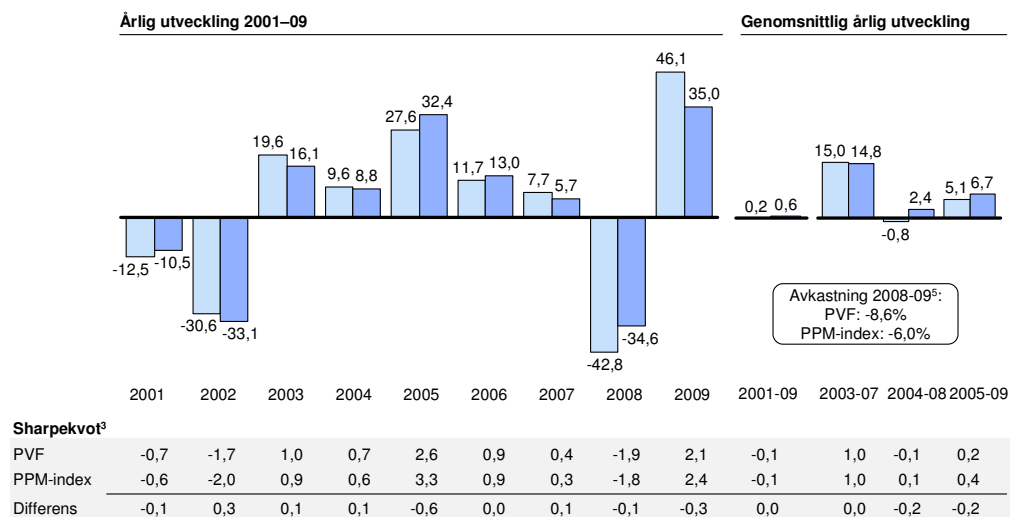
Sjunde AP-fonden bör utvärderas över en längre tidsperiod, men det är relevant att analysera hur fonden klarade av de två extrema år som kapitalmarknaderna upplevde 2008-2009. PSF och PVF genererade 2008-2009 en avkastning på -7,1% respektive -8,6%. Det kan jämföras med PPM-index som genererade en avkastning på -6,0%.

Bild 51

Premievalsfondens avkastning 2001–2009

Årlig avkastning (NAV¹); Procent

PVF
PPM-index⁴



¹ Net asset value

² Annualiserad standardavvikelse baserad på daglig avkastning och antagande om 250 handelsdagar

³ Sharpekvot baserad på årlig avkastning, 12 månaders svensk skuldväxel och antagande om 250 handelsdagar

⁴ PPM-index är ett sammanvägt index av de ~788 valbara fonderna i PPM-systemet

⁵ Fonder bör utvärderas över en lång tidsperiod, men det finns värde i att analysera hur fonderna klarade av två extrema år på kapitalmarknaderna år 2008-2009

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

Aktiv avkastning 2001-2009

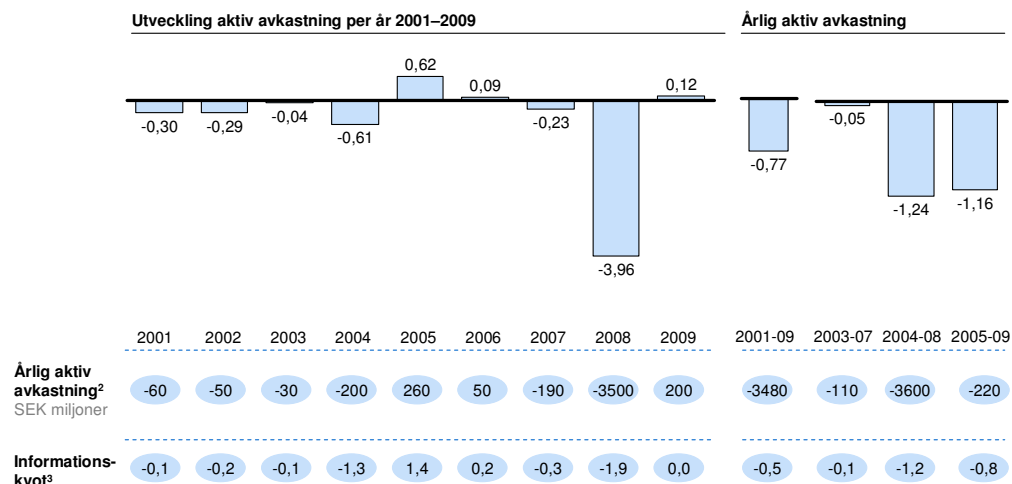
Premiesparfonden har under perioden 2001-2009 genererat en aktiv avkastning på i genomsnitt -0,77% per år, eller SEK -3,5 miljarder totalt, i hög grad drivet av 2008 då fondens uppvisat en negativ aktiv avkastning på -3,96% (Bild 52). Även under samtliga tre senaste femårsperioder har den aktiva avkastningen varit negativ med -0,05% till -1,24% per år. Under 2009 genererade den aktiva förvaltningen SEK 0,2 miljarder i avkastning, eller 0,12%. Resultatet 2009 är drivet av ett negativt bidrag från Private Equity investeringar på ~2,0% och ett positivt bidrag på ~2,1% från strukturerade produkter med exponering mot tillväxtmarknader och kreditrisker. Jämfört med PVF har den aktiva avkastningen varit låg år 2009, i hög grad beroende på att de strukturerade produkterna med exponering mot kreditmarknader och kreditrisker som PVF har genererade högre avkastning under 2009.

PVF har under perioden 2001-2009 genererat en aktiv avkastning på SEK -0,1 miljarder eller -0,81% per år, liksom för PSF i hög grad drivet av 2008 då avkastningen var -5,63% (Bild 53). Trots ett starkt resultat år 2009 (6,73%) har inte den aktiva avkastningen varit positiv under någon av de tre senaste femårsperioderna. Den aktiva avkastningen 2009 beror på en negativ aktiv avkastning på ~1,5% från exponering mot Private Equity och en positiv aktiv avkastning på ~8,0% från exponering mot strukturerade produkter med exponering mot tillväxtmarknader och kreditrisker.

Bild 52

Premiesparfondens aktiva avkastning 2001–2009

Aktiv avkastning¹, Procent

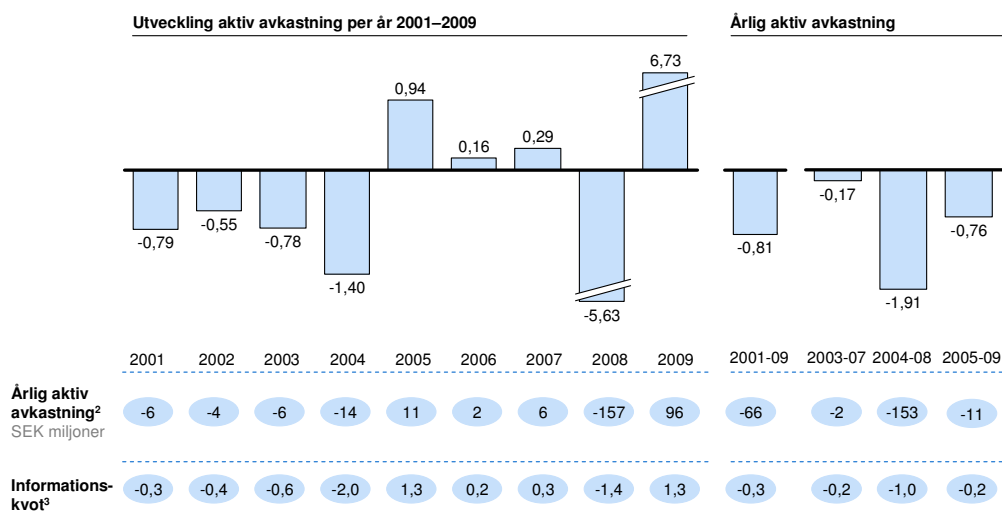


1 Differens fondens End-of-period avkastning (EOP) gentemot fondens definierade marknadsindex, inkluderar Private Equity
 2 Dagligt vägd aktiv avkastning
 3 Annualiserad informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 250 handelsdagar
 KÄLLA: Sjunde AP-fonden; McKinsey-analys

Bild 53

Premievalsfondens aktiva avkastning 2001–2009

Aktiv avkastning¹, Procent



1 Differens fondens End-of-period avkastning (EOP) gentemot fondens definierade marknadsindex, inkluderar Private Equity
 2 Dagligt vägd aktiv avkastning
 3 Annualiserad informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 250 handelsdagar
 KÄLLA: Sjunde AP-fonden; McKinsey-analys

10. Fördjupningsområde ägarstyrning Första till Fjärde AP-fonderna

I det här kapitlet presenteras resultatet från utvärderingen av årets fördjupningsområde ägarstyrning för Första till Fjärde AP-fonderna. Kapitlet är uppdelat i tre avsnitt. Först beskrivs bakgrunden till valet av fördjupningsområde och ansatsen för utvärderingen. Därefter beskrivs förutsättningarna för AP-fondernas ägarstyrning och de pensionsbolag och pensionsfonder som AP-fonderna jämförs med. I det sista avsnittet presenteras resultaten av jämförelsen av AP-fondernas ägarstyrning sinsemellan och jämfört med urvalet av pensionsbolag och utländska pensionsfonder.

Bakgrund och ansats

Fördjupningsområdet ägarstyrning valdes i samråd med Finansdepartementet och AP-fonderna och syftar till att beskriva förutsättningarna för AP-fondernas ägarstyrning, hur AP-fonderna utövar ägarstyrning samt utvärdera om det finns möjligheter för AP-fonderna att utveckla sin ägarstyrning.

Först beskrivs kortfattat olika modeller för ägarstyrning av innehav och vilken typ av investerare som det är relevant att jämföra Första till Fjärde AP-fonderna med. Det svenska AP-fonds-systemet beskrivs också kortfattat och jämförs med ett antal utländska pensionssystem för att identifiera viktiga skillnader mellan systemen som påverkar fondernas möjligheter att utöva ägarstyrning. Därefter beskrivs och jämförs Första till Fjärde AP-fondernas ägarstyrning sinsemellan samt med ett urval av svenska pensionsbolag och utländska pensionsfonder som ofta anses vara goda exempel. Fondernas ägarstyrning analyseras i fyra områden. Det första området är omfattningen av fondernas ägarstyrning, det vill säga vilka policys fonden har och hur tydliga riktlinjerna är i dessa policys. Det andra området är vilka arbetssätt och verktyg som fonderna använder för att utöva ägarstyrning. Exempel på arbetssätt är deltagande i valberedningar, direkt dialog med bolagen och utnyttjande av rösträtt. Det tredje området som utvärderas är vilken organisation och resurser som fonderna har för ägarstyrning. Det fjärde området som utvärderas är hur fonderna arbetar med uppföljning av policys och hur de agerar om ett bolag inte uppfyller fondernas riktlinjer.

För att förstå hur Första till Fjärde AP-fonderna och de jämförda pensionsbolagen och pensionsfonderna arbetar med ägarstyrning har intervjuer genomförts med ägarstyrningsansvariga. Fondernas och bolagens ägarstyrningspolicys och portföljer har också analyserats baserat på publik information.

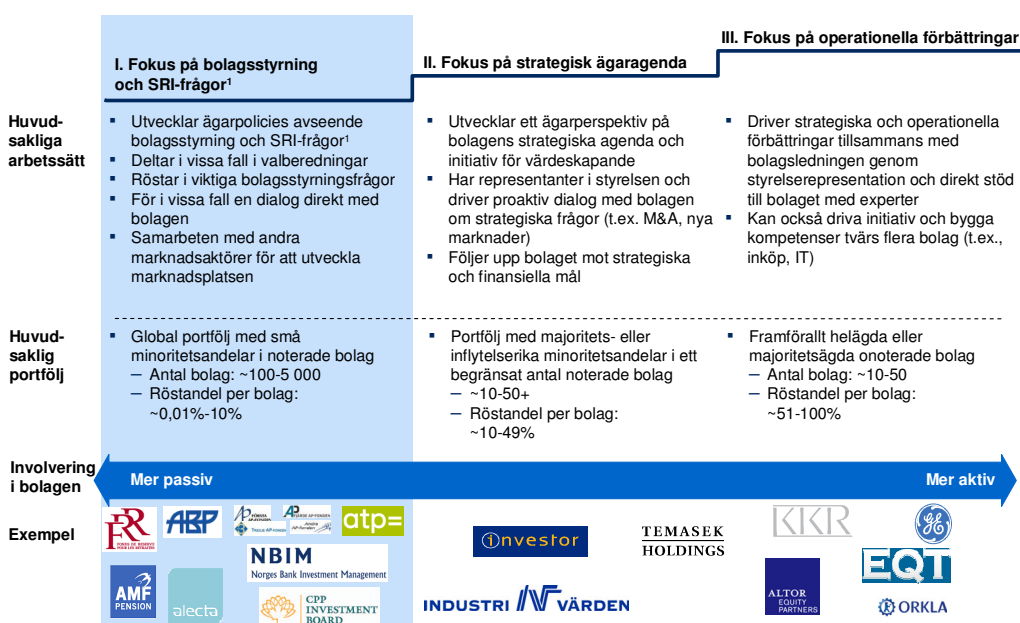
Förutsättningar för Första till Fjärde AP-fondernas ägarstyrning

Det är viktigt att jämföra Första till Fjärde AP-fonderna med andra investerare med en liknande profil. Första till Fjärde AP-fonderna är institutionella investerare som har globala investeringsportföljer som består av ett stort antal innehav med en låg ägarandel i varje innehav. För den här typen av investerare är det främst relevant att utöva ägarstyrning genom att involvera sig i frågor avseende bolagsstyrning och SRI-frågor (Social Responsible Investing). Det här kan man göra t.ex. genom röstning, nominering av styrelse, dialog med styrelsen samt uppföljning av innehavens SRI-arbete. Man bör därmed undvika att jämföra Första till Fjärde AP-fonderna med investerare, vars portföljer består av majoritets- eller inflytelserika minoritetsandelar i ett färre antal innehav. Den här typen av aktörer, t.ex. Investor och Private Equity-fonder, är mer aktivt involverade i sina innehav (Bild 54).

Bild 54

Olika modeller för ägarstyrning av innehav

Mest relevant jämförelse med AP1-4



¹ Social Responsible Investing, dvs hänsyn till miljö, etik, jämställdhet etc.
KÄLLA: Årsredovisningar; McKinsey-analys

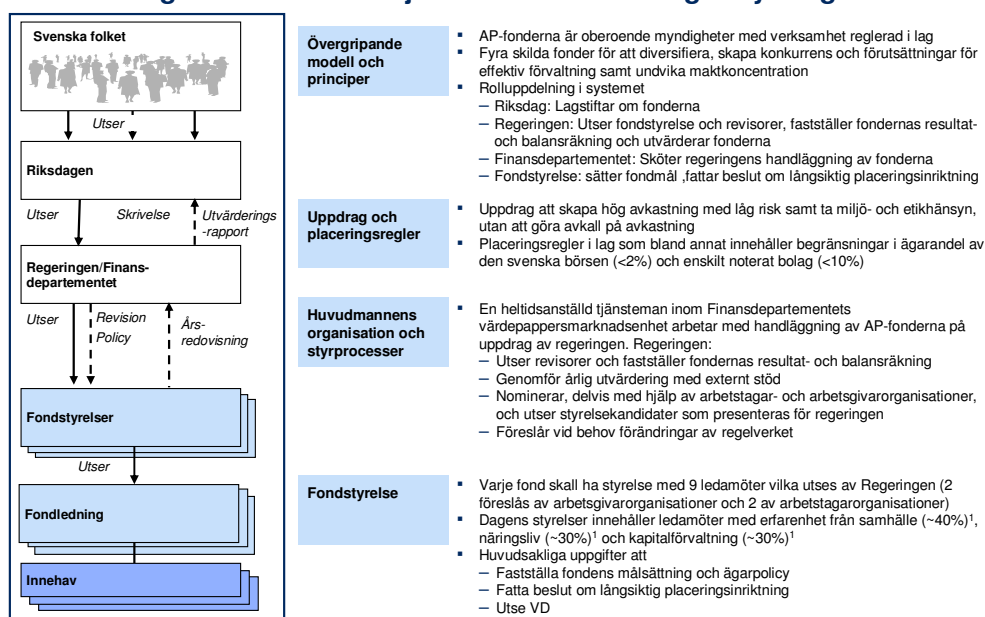
Första till Fjärde AP-fonderna jämförs därför i utvärderingen med ett urval av svenska pensionsbolag samt utländska pensionsfonder, bestående av AMF och Alecta i Sverige samt ABP/APG¹ i Nederländerna, ATP i Danmark, CPP i Kanada, FRR i Frankrike och SPU i Norge.

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

Första till Fjärde AP-fondernas styrelser har stor frihet att utforma fondernas ägarstyrningspolicys. Fonderna ska enligt lag inte ta näringspolitisk hänsyn och huvudmannen ska inte styra över fonderna utöver vad som följer av rätten att utse styrelse¹. Det finns dock ett par viktiga faktorer i det svenska AP-fondsystemet som påverkar fondernas ägarstyrning (Bild 55). Fonderna har enligt lagen placeringsregler för maximal ägarandel av enskilt noterat bolag (<10%) och den svenska börsen (<2%). Fonderna ska också enligt lagen ta hänsyn till etik och miljöfrågor, men utan att göra avkall på avkastningen. Fondernas styrelser, som fastställer fondernas ägarstyrningspolicys, ska bestå av nio ledamöter, varav två nomineras av arbetsgivarorganisationer, två av arbetstagarorganisationer och övriga av regeringen. Alla nio ledamöter utses av regeringen. Det finns vissa skillnader mellan fonderna, men sammantaget består Första till Fjärde AP-fondernas styrelser idag främst av personer med bakgrund från samhälle² (~40%), följt av personer med näringslivsbakgrund (~30%) och kapitalförvaltningsbakgrund (~30%)³.

Bild 55

Översikt över det svenska AP-fondsystemet med fokus på förutsättningar för Första till Fjärde AP-fondernas ägarstyrning



¹ Baserad på kvalitativ bedömning utifrån presentationen av styrelsens bakgrund i årsredovisningar och på hemsidor

KÄLLA: Fondernas årsredovisningar; regeringens webbsida; intervjuer; McKinsey-analys

¹ Lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192), Proposition om AP-fonden i det reformerade pensionssystemet (1999/2000:46)

² Samhälle inkluderar personer med bakgrund från politik, arbetsgivarorganisationer, arbetstagarorganisationer och personer från offentlig förvaltning

³ Baserad på kvalitativ bedömning utifrån presentationen av styrelsens bakgrund i årsredovisningar och på hemsidor

I en jämförelse mellan AP-fondsystemet och de utländska pensionsfondernas system finner man att ett par skillnader som ger fonderna olika möjligheter att utöva ägarstyrning (Bild 56). Det svenska systemet är unikt med en uppdelning i flera självständiga fonder och de flesta utländska fonderna är därför flera gånger större än de enskilda AP-fonderna. Flera utländska fonder saknar också reglering i lag om maximalt tillåtet ägande på enskild börs eller i enskilda bolag.

Bild 56

Jämförelse av det svenska AP-fondsystemet med utländska pensionssystem

Slutsatser	
Övergripande modell och principer	<ul style="list-style-type: none"> Både AP-fonderna och de utländska fonderna är reglerade i lag, men i olika utsträckning när det gäller exempelvis placeringsregler, krav på miljö- och etikhänsyn och krav på utvärdering av fonderna <ul style="list-style-type: none"> AP-fonderna bland de mer reglerade, CPPIB mindre reglerad En viktig princip för samtliga fonder är att de ska driva en verksamhet med fokus på hög avkastning oberoende av politiska hänsynstaganden i sina investeringsbeslut AP-fondernas modell skiljer sig på en viktig punkt genom att man sökt skapa diversifiering, konkurrens och undvika maktkoncentration genom uppdelning i flera fonder
Uppdrag och placeringsregler	<ul style="list-style-type: none"> Liknande uppdrag reglerade i lag för fonderna, men genomgående ej detaljerat beskrivna Ovanligt att placeringsregler är detaljerade i lagen <ul style="list-style-type: none"> AP-fonderna och SPU de enda fonder med detaljerade placeringsregler i lag ABP, CPPIB och FRR saknar placeringsregler i lag och styrelsen tar ansvaret för tillgångsallokeringen Reglering av ägande på enskild börs och bolag varierar mellan fonderna <ul style="list-style-type: none"> SPU, AP-fonderna och FRR har regler om högsta tillåtna andel av bolag (SPU 10%, AP-fonderna 10%, FRR 3%) SPU, AP-fonderna och ABP har regler om högsta tillåtna ägarandel av hemmabörs (SPU 0%, AP-fonderna 2%, ABP 2%)
Huvudmannens organisation och styrprocesser	<ul style="list-style-type: none"> Fleritalet utländska fonder saknar tydlig ägarstyrningsorganisation som för dialog med och utvärderar fonderna, huvudmannen utser då endast styrelsen som ansvarar för dessa uppgifter <ul style="list-style-type: none"> Norska SPU är ett undantag och ägarstyrningsorganisationen består av 20 personer inom finansministeriet som ansvarar för fondens verksamhet genom att utvärdera och besluta tillgångsallokering, benchmarkportfölj och investeringsuniversum AP-fonderna tillhör också de fonder som har en ägarorganisation, men uppgifterna och resurserna är färre än för SPU i Norge
Styrelse	<ul style="list-style-type: none"> Olika modeller för hur styrelserna ser ut, men två arketyper kan urskiljas <ul style="list-style-type: none"> Styrelser med stark representation för viktiga intressenter¹ i pensionssystemet (t.ex. ABP, FRR, och ATP). Dessa fonder kompletterar ofta med kapitalförvaltarcompetens genom en "advisory board" (ABP, FRR, SPU) Styrelser med hög kapitalförvaltnings- och näringslivskompetens (t.ex. CPP) AP-fondernas styrelser bedöms vara en blandning av de två arketyperna

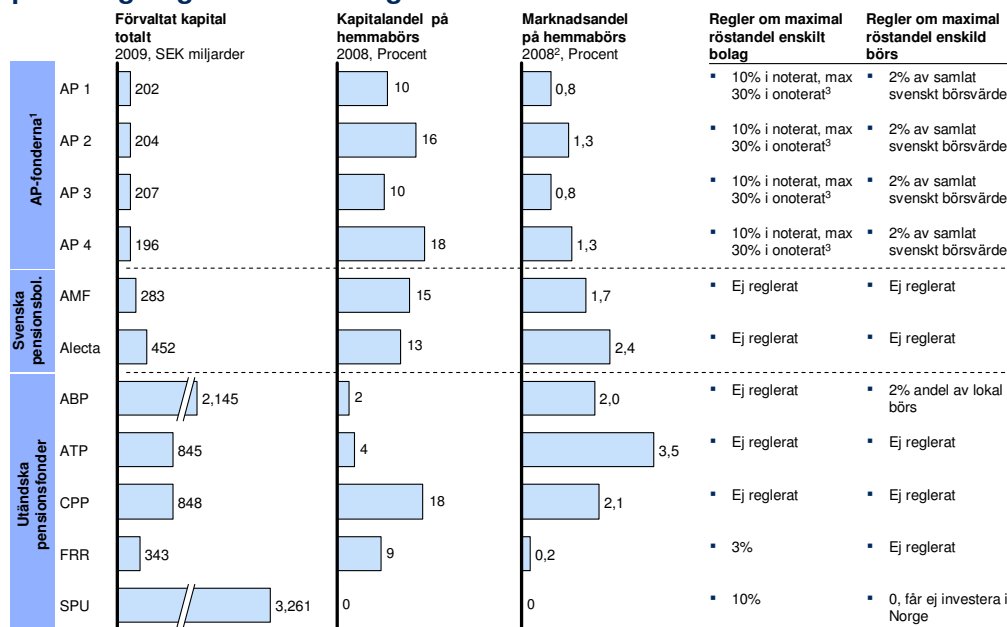
¹ Till exempel parlamentet, regeringen, arbetsgivarorganisationerna, arbetstagarorganisationer

² Statens Pensionsfond Utland (SPU) har en inhemsk motsvarighet i Statens Pensionsfond Norge (SPN)

KÄLLA: Intervjuer; McKinsey-analys

Det här bidrar till att Första till Fjärde AP-fonderna idag har ett mindre genomsnittlig ägande i sina innehav och på sin hemmabörs än de flesta av jämförelsefonderna (Bild 57). Första till Fjärde AP-fonderna äger idag mellan 0,8% och 1,4% av Stockholmsbörsen och har mellan 66 och 248 svenska innehav. Det kan jämföras med Alecta och AMF som äger 1,7% respektive 2,4% av Stockholmsbörsen och har ~40 respektive ~50 svenska innehav. De utländska pensionsfonderna äger upp till 3,5% av sin lokala börs och har ett varierande antal innehav.

Översikt över fondernas storlek, ägande på hemmabörsen och placeringsregler avseende ägande



¹ Förvalt kapital på hemmabörs enligt intern data ² Relevant att se på andelarna utgången 2008 snarare än utgången 2009 då detta varit avgörande för inflytande under stämingsåsongen 2008/2009 ³ Riskkapitalbolag

KÄLLA: Årsredovisningar; fondernas hemsidor; Fondernas interna data; Datastream; Bloomberg; McKinsey-analys

Vidare saknar de flesta utländska fonderna en tydlig ägarorganisation. Ett undantag är SPU i Norge som har en stor ägarorganisation som styr fonden. För de utländska fondernas styrelsesammansättning finns olika modeller, men två viktiga arketyper kan urskiljas. Den första är en styrelse med fokus på representation för viktiga intressenter¹ i pensionssystemet. Många fonder som har den här typen av styrelse kompletterar med kapitalförvaltarkompetens genom en expertpanel, en så kallad ”advisory board” (t.ex. ABP, FRR, SPU). Den andra arketyper är fonder som har fokus på hög kapitalförvaltnings- och näringslivskompetens i styrelsen (t.ex. CPP). Bedömningen är att Första till Fjärde AP-fondernas styrelser är blandning mellan dessa två arketyper.

Utvärdering av Första till Fjärde AP-fondernas ägarstyrning av innehav

Utvärderingen av Första till Fjärde AP-fondernas ägarstyrning visar att fondernas ägarstyrningen fungerar väl, både jämfört med svenska pensionsbolag samt med utländska pensionsfonder. Första till Fjärde AP-fonderna har en väl utvecklad policy både för etik- och miljöfrågor och bolagsstyrning och det finns inga väsentliga skillnader i

¹ Till exempel parlamentet, regeringen, arbetsgivarorganisationer, arbetstagarorganisationer

omfattning varken mellan AP-fonderna eller jämfört med de svenska pensionsbolagen eller de utländska pensionsfonderna (Bild 58).

Första till Fjärde AP-fonderna använder sig också av de arbetssätt och verktyg som är lämpade för en institutionell investerare med deras profil. Huvudredskapen för fonderna är deltagande i valberedningar, röstning, i vissa fall direkt dialog med bolagen samt samarbeten med andra investerare. Jämförelsen visar att både de svenska pensionsbolagen och de utländska pensionsfonderna i princip arbetar med samma verktyg som AP-fonderna, men med ett par viktiga skillnader. Den största skillnaden jämfört med de svenska pensionsbolagen är att AP-fonderna fokuserar mer på att delta i samarbeten med andra organisationer och marknadsintressenter. Jämfört med de utländska pensionsfonderna röstar Första till Fjärde AP-fonderna mer fokuserat. AP-fonderna röstar direkt på bolagsstämmorna i sina största svenska innehav och genom röstningsplattform i de största innehaven i utlandet, vilket innebär att de totalt röstar i 8-18% av sina innehav. De utländska pensionsfonderna röstar i princip i alla innehaven, men främst indirekt genom automatiska röstningsprotokoll. AP-fonderna har valt att inte använda sig av automatiska röstningsprotokoll i samma utsträckning som de utländska pensionsfonderna för att säkerställa kvaliteten i deras röstning.

Bild 58

Jämförelse av Första till Fjärde AP-fondernas ägarstyrning av innehav

	Första till Fjärde AP-fonderna	Alecta och AMF	Utländska pensionsfonder (ABP, ATP, FRR, CPPIB, SPU)
Omfattning	<ul style="list-style-type: none"> Högt fokus på bolagsstyrning på den lokala marknaden, mindre på de utländska innehaven (genom röstningsplattform) SRI-frågor viktiga men framförallt i utländsk portfölj genom Etikrådet då behovet av insatser i Sverige är mindre 	<ul style="list-style-type: none"> Framförallt fokus på bolagsstyrning på den lokala marknaden SRI-frågor på agendan, men mest i utländsk portfölj då behovet i Sverige är mindre Fokus på SRI-frågor är mindre än för AP-fonderna (till exempel mindre omfattande arbete med företagsdialoger) 	<ul style="list-style-type: none"> Mer jämnt fokus på bolagsstyrning oavsett marknad Viss skillnad mellan fondernas fokus <ul style="list-style-type: none"> – FRR fokuserar på SRI-frågor – CPPIB fokuserar på bolagsstyrning
Arbetsätt	<ul style="list-style-type: none"> Valberedningar viktigt verktyg (mellan 1-23 för fonderna) Röstar i 8-18% av innehav, i Sverige direkt på bolagsstämmor och i utlandet indirekt genom röstningsplattform Flera formella samarbeten med andra marknadsintressenter (till exempel Ägarföreningen, ICGN¹, NBK¹) 	<ul style="list-style-type: none"> Valberedningar viktigt verktyg (AMF 20, Alecta 25) Röstar i 20-40% av innehaven, Alecta röstar direkt i Sverige och indirekt i utlandet, AMF endast direkt i Sverige Få formella samarbeten för marknadspåverkan tillsammans med andra marknadsintressenter 	<ul style="list-style-type: none"> På grund av systemskillnad (få länder har system med valberedningar) deltar fonderna i få valberedningar Röstar i en stor andel av innehaven (90+%), men nästan enbart indirekt genom röstningsplattformar eller externa förvaltare Vanligt med formella samarbeten med andra marknadsintressenter
Organisation och resurser	<ul style="list-style-type: none"> Ägarstyrningsgrupp med 2-5 seniora medarbetare motsvarande 2-3 heltidstjänster Stöd av andra medarbetare (inklusive förvaltare) 	<ul style="list-style-type: none"> Ägarstyrningsgrupp med 4-5 seniora medarbetare motsvarande 1-2 heltidstjänster Stöd av andra medarbetare (inklusive förvaltare) 	<ul style="list-style-type: none"> Stora ägarstyrningsorganisation med resurser motsvarande 4-20 heltidsanställda, dock ej större än Första till Fjärde AP-fonderna i förhållande till förvaltad kapital Ofta uppdelar i två delar: SRI och bolagsstyrning
Uppföljning	<ul style="list-style-type: none"> Samarbetar genom Etikrådet i SRI-frågor Screening av efterlevnad av policies genom extern part Högt fokus på dialog för förändring, men utesluter bolag som sista utväg 	<ul style="list-style-type: none"> Screening av efterlevnad av policies genom extern part För dialog med bolag, men spenderar mindre resurser på dialoger än AP-fonderna och utesluter bolag 	<ul style="list-style-type: none"> Screening av efterlevnad av policies genom extern part (utom för CPP) De flesta fokuserar på dialog, men stor spridning i hur man arbetar med uteslutning, från uteslutning av hela branscher (SPU) till att som princip ej utesluta bolag (CPP)

¹ ICGN - International Corporate Governance Network, NBK – Näringslivets Börskommitté
KÄLLA: Årsredovisningar; fondhemsidor; intervjuer; McKinsey-analys

Ägarstyrningsorganisationerna i Första till Fjärde AP-fonderna består av 2-5 seniora medarbetare, varav en heltidsanställd ägarstyrningsansvarig. Det här motsvarar 2-3 heltidstjänster. Alecta och AMF har ägarstyrningsorganisationer som består av 4-5 seniora medarbetare motsvarande 1-2 heltidstjänster. För de utländska fonderna varierar

sammansättningen och storlek på ägarstyrningsorganisationen (t.ex. från 4 heltidstjänster för ATP till 20 heltidstjänster för SPU). I förhållande till förvaltad kapital har dock inte de utländska pensionsfonderna större ägarstyrningsorganisationer än Första till Fjärde AP-fonderna, vilket delvis förklaras av stordriftsfördelar.

Första till Fjärde AP-fonderna arbetar i utlandet aktivt med uppföljning av innehav genom samarbetet i Etikrådet för etik- och miljöfrågor. Fokus ligger på att ha dialog med bolag som inte följer fondernas riktlinjerna, och bara om dialogen inte leder till förbättring utesluts bolagen som en sista utväg. AMF och Alecta spenderar mindre tid på att föra dialog med bolagen. Alla de utländska fonderna arbetar med dialog för att förändra situationen i bolag som inte uppfyller fondernas riktlinjer, men det är stor variation i hur fonderna hanterar bolag som inte följer riktlinjerna (från SPU som utesluter hela branscher till CPPIB som har som princip att aldrig utesluta bolag med undantag för tillverkare av oetiska vapen). Första till Fjärde AP-fonderna, pensionsbolagen och de utländska fonderna (med undantag av CPPIB) använder sig alla av en extern konsult för att regelbundet screena innehaven.

Nedan följer en mer detaljerad redogörelse för resultaten av utvärderingen av de fyra områdena omfattning, arbetssätt, organisation och resurser samt uppföljning.

Omfattning av ägarstyrningen

För Första till Fjärde AP-fonderna överensstämmer i princip omfattningen av riktlinjerna inom etik- och miljöfrågor helt (Bild 59). Kraven som ställs är att lagar och konventioner på miljö- och etikområdet ska följas (t.ex. FNs konventioner om mänskliga rättigheter). Fonderna samarbetar sedan 2007 inom etik- och miljöfrågor i utlandet genom Etikrådet. I Sverige finns det sällan anledning att aktivt arbeta med etik- och miljöfrågor då svenska bolag kommit långt på området.

Även avseende bolagsstyrning är kraven och riktlinjerna liknande mellan Första till Fjärde AP-fonderna. Samtliga fonder har ägarstyrningspolicys som fokuserar på ersättningsfrågor, ägarstruktur, likabehandling av ägare och ägarnas rättigheter och revision i enlighet med bästa praxis (t.ex. OECDs riktlinjer för bolagsstyrning i multinationella bolag).

Jämfört med de svenska pensionsbolagen AMF och Alecta och de utländska pensionsfonderna är skillnaderna i omfattning av ägarstyrningspolicys liten, dock med ett par undantag. CPP har en SRI-policy, men anser att det är styrelsens uppdrag att följa upp efterlevnaden av SRI. Norska SPU har en striktare policy gällande SRI-frågor vilket bl.a. lett till att fonden uteslutit hela branscher (till exempel tobak och tillverkning av oetiska vapen).

Omfattning: Jämförelse av AP-fonderna

	AP 1	AP 2	AP 3	AP 4
SRI-riktlinjer (etik, miljö, jämställdhet, etc.)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Krav enligt lagar (svenska och internationella) och konventioner¹ ▪ Samarbete mellan AP1-4, genom Etikrådet, för främst utländska innehav 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Krav enligt lagar (svenska och internationella) och konventioner¹ ▪ Samarbete mellan AP1-4, genom Etikrådet, för främst utländska innehav ▪ Krav på riktlinjer i bolagens kod 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Krav enligt lagar (svenska och internationella) och konventioner¹ ▪ Samarbete mellan AP1-4, genom Etikrådet, för främst utländska innehav 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Krav enligt lagar (svenska och internationella) och konventioner¹ ▪ Samarbete mellan AP1-4, genom Etikrådet, för främst utländska innehav
Bolagsstyrning (tillsättning, ersättning, transparens, mm)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Krav inom sju huvudområden: Röst/förslagsrätt i bolagsstämmor, likabehandling A/B-aktier, ägarstruktur, kapitalstruktur, bolagsstyrelse, ersättning, revision ▪ Mer detaljerad policy för svenska innehav 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Åtta ägarprinciper (förutom SRI): kapitalstruktur, bolagsstruktur, ägarstruktur, styrelse/nominering, ersättningar, revisors roll, information och rapportering, företagskultur ▪ Samma policy för utländska innehav 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Krav/riktlinjer för bolagsstyrning inom fyra huvudområden: bolagskod, styrelsenominering, ersättnings- och kompensationsfrågor och ägarrättigheter (t.ex. distansröstning) ▪ För utländska innehav i stora drag samma policy men i förenklad form 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Krav gällande svenska bolag: likabehandling av ägare, återköp av aktier, styrelse, revisorer, ersättningar ▪ För utländska i stora drag samma men i förenklad form

¹ OECDs riktlinjer för multinationella bolag, ILOs kärnkonventioner samt FNs förklaring om mänskliga rättigheter
KÄLLA: Intervjuer; ägarpolicy; ägarrapport; McKinsey-analys

Arbetsätt och verktyg för ägarstyrning


Principerna för vilka arbetsätt och verktyg som Första till Fjärde AP-fonderna arbetar med är liknande mellan fonderna (Bild 60). Alla fonderna ser deltagande i valberedningar och utnyttjande av rösträtt som de viktigaste sätten att påverka sina innehav. Drivet av lägre ägarandel på den svenska börsen har Första och Tredje AP-fonderna deltagit i färre valberedningar 2009 (1 respektive 5 valberedningar) än Andra och Fjärde AP-fonderna (13 respektive 23 valberedningar). Alla fyra fonderna deltar i valberedningar om de blir inbjudna.

Första till Fjärde AP-fonderna fokuserar på att rösta aktivt i sina största svenska innehav. Första AP-fonden röstade i 33 bolag 2009 (52% av de svenska innehaven), Andra AP-fonden i 42 bolag (17% av de svenska innehaven), Tredje AP-fonden i ~50 bolag (44% av de svenska innehaven) och Fjärde AP-fonden i 70 bolag (51% av innehaven). Fonderna röstar direkt med en representant från fonden som närvarar på bolagsstämman, oftast en medlem ur ägarstyrningsgruppen. I utlandet röstar Första till Fjärde AP-fonderna indirekt genom röstningsplattformen Manifest. Under 2009 röstade fonderna i mellan 230-300 utländska bolag (~5-15% av de utländska innehaven) och år 2010 är målet att rösta i 500 bolag per fond. Manifest är en röstningsplattform där fonderna har fått svara

på ett stort antal frågor om vilken ställning de tar i olika ägarfrågor. Om det vid ett röstningstillfälle inte finns ett exakt svar på frågan i Manifest får fonderna göra ett aktivt val om hur rösten skall läggas.

Bild 60

Arbetsätt: Jämförelse av AP-fonderna

 Betydande skillnad mot övriga

	AP 1	AP 2	AP 3	AP 4
Formella principer	<ul style="list-style-type: none"> Skickar sällan ut policyn till bolagen men sprids via årsredovisning, ägarrapport och hemsida 	<ul style="list-style-type: none"> Skickar sällan ut policyn till bolagen men sprids via årsredovisning, ägarrapport och hemsida 	<ul style="list-style-type: none"> Skickar sällan ut policyn till bolagen men sprids via årsredovisning, ägarrapport och hemsida 	<ul style="list-style-type: none"> Skickar sällan ut policyn till bolagen men sprids via årsredovisning, ägarrapport och hemsida
Deltagande valberedningar, 2008/09	<ul style="list-style-type: none"> 1 valberedning 2009 Om ej i valberedning försöker man vid behov påverka sittande valberedning Viktig del av fondens ägarstyrning 	<ul style="list-style-type: none"> Deltog i 13 valberedningar 2009 Viktig del av fondens ägarstyrning 	<ul style="list-style-type: none"> 5 st valberedningar 2009 År 2009 endast i bolag i onoterad och Life Science portfölj Viktig del av fondens ägarstyrning 	<ul style="list-style-type: none"> 23 st valberedningar, fyra som ordförande Viktig del av fondens ägarstyrning Stor erfarenhet av valberedningsarbete
Utnyttjande av rösträtt, 08/09	<ul style="list-style-type: none"> Sverige: 33 bolag (innehav 64 bolag) Internationellt: 231 bolag via Manifest (innehav 3000-4000 bolag) 	<ul style="list-style-type: none"> Sverige: 42 bolag (innehav 248 bolag) Internationellt: ~250 bolag via Manifest (innehav ~3000 bolag) 	<ul style="list-style-type: none"> Sverige: ~50 bolag (innehav 113 bolag) Internationellt: ~300 bolag via Manifest (innehav ~4500 bolag) 	<ul style="list-style-type: none"> Sverige: 70 bolag (innehav 137 bolag) Internationellt: ~252 bolag via Manifest (innehav 1656 bolag)
Övriga styrmedel (direkt dialog, samarbeten med andra ägare, marknads-påverkan, mm)	<ul style="list-style-type: none"> Direkt dialog oftast genom att styrelsen kontaktar AP1 för förankring av beslut Samarbeten med andra ägare för marknads-påverkan inom t.ex. Ägarföreningen, ICGN¹, Etikrådet 	<ul style="list-style-type: none"> Direkta dialoger förs med bolag vid behov för att nå förändring Samarbeten för marknads-påverkan med andra ägare inom t.ex. NBK¹, ICGN¹, Etikrådet, PRI¹ 	<ul style="list-style-type: none"> Direkta dialoger, främst med onoterade bolag och Life Scienceportföljen Samarbete med andra ägare för marknads-påverkande åtgärder inom t.ex. ägarförbund, Etikrådet, Kollegiet för bolagsstyrning 	<ul style="list-style-type: none"> Direkt dialog används, i regel med bolagets styrelseordförande Samarbete med andra ägare för marknads-påverkan inom t.ex. Etikrådet, NBK¹, föreningen för god sed

1 ICGN - International Corporate Governance Network, NBK - Näringslivets Börskommitté, PRI - Principles for Responsible Investing
KÄLLA: Intervjuer; ägarpolicy; ägarrapport; McKinsey-analys

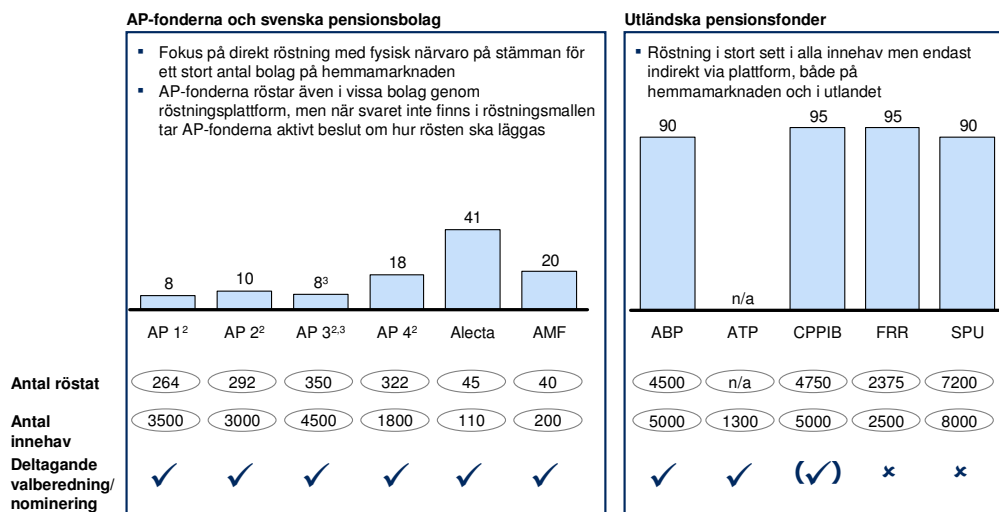
Om man jämför röstningen för Första till Fjärde AP-fonderna med de svenska pensionsbolagen samt de utländska pensionsfonder kan man urskilja två olika modeller (Bild 61). Första till Fjärde AP-fonderna samt Alecta och AMF fokuserar på direkt röstning i ett färre antal bolag med fysisk närvaro på bolagsstämmor på hemmamarknaden. Första till Fjärde AP-fonderna och Alecta röstar även indirekt i utländska bolag genom en röstningsplattform. Det här innebär att AP-fonderna och de svenska pensionsbolagen röstar i 8-41% av alla sina innehav.

De utländska pensionsfondernas modell skiljer sig genom att målsättningen är att rösta i 100% av innehaven (i praktiken har de utländska pensionsfonderna röstat i 90-95% av innehaven). Detta sker dock främst genom indirekt röstning via röstningsprotokoll både på hemmamarknaden och i utlandet och de ger större frihet till externa röstningsombud att rösta i linje med fondernas policys.

Bild 61

Arbetsätt: Fondernas innehav och röstning

Andel innehav där man röstat¹; stämposäsong 2009; Procent



1 Inkluderar både direkt röstande samt röstning via extern förvaltare alternativt proxy röstning genom röstningsplattform baserat på policy/template
 2 För AP-fonderna kommer röstandelen stiga under stämposäsongen 2010, då varje fond har ambitionen att för utländsk portfölj rösta i cirka 500 bolag
 3 Tredje AP-fonden röstade även i ytterligare 57% av sina innehav genom depåbanken Northern Trust, denna röstning sker dock genom röstningskonsult (till exempel RiskMetrics) och var helt passiv från Tredje AP-fondens sida. År 2010 har detta samarbete avslutats
 KÄLLA: Årsredovisningar; fondhemsidor; intervjuer; McKinsey-analys

Organisation och resurser för ägarstyrning

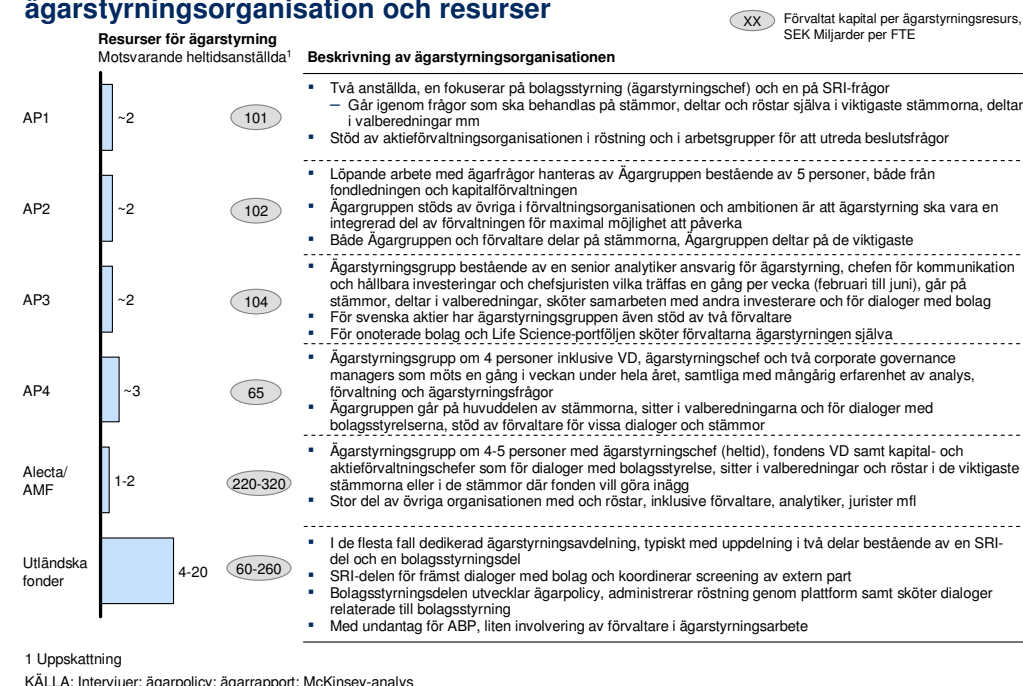
I Första till Fjärde AP-fonderna är ägarstyrningsorganisationen uppbyggd kring en heltidsanställd ägarstyrningsansvarig med stöd av ett antal seniora medarbetare samt av förvaltarna. Sammansättningen på ägarstyrningsgrupperna varierar mellan fonderna. Första AP- Fonden har två heltidsanställda ägarstyrningsresurser. Andra AP-fondens ägargrupp består av fem personer, både från fondledningen och från kapitalförvaltningen. Tredje AP-fondens ägarstyrningsgrupp består av tre personer; en senior analytiker som hanterar ägarstyrningsfrågor, chefen för kommunikation och hållbara investeringar och chefsjuristen. Fjärde AP-fondens ägarstyrningsgrupp innefattar fyra personer; Ägarstyrningschefen, VD samt två corporate governance managers. Räknat i heltidsresurser har dock Första till Fjärde AP-fonderna alla 2-3 personer som arbetar med ägarstyrning under året, även om arbetet är mest intensivt under vårens bolagsstämmosäsong (Bild 62).

Alecta och AMF har liknande ägarstyrningsorganisationer som Första till Fjärde AP-fonderna med 4-5 seniora personer. Dock bedöms pensionsbolagen lägga mindre resurser räknat i heltidsanställda (1-2 personer).

Flera av de utländska fondernas ägarstyrningsgrupper är större än Första till Fjärde AP-fondernas ägarstyrningsgrupper, men variationen mellan fonderna är stor. I ATP arbetar fyra anställda med ägarstyrningsfrågor och SPU har en organisation med ~20 anställda. Typiskt sett är också de utländska pensionsbolagens ägarstyrningsgrupper uppdelade i två delar; en som fokuserar på etik- och miljöfrågor och en som fokuserar på bolagsstyrning. Mätt i förhållande till förvaltad kapital har dock Första till Fjärde AP-fonderna fler anställda som arbetar med ägarstyrning.

Bild 62

Organisation: Jämförelse av Första till Fjärde AP-fondernas ägarstyrningsorganisation och resurser



Uppföljning av ägarstyrningen

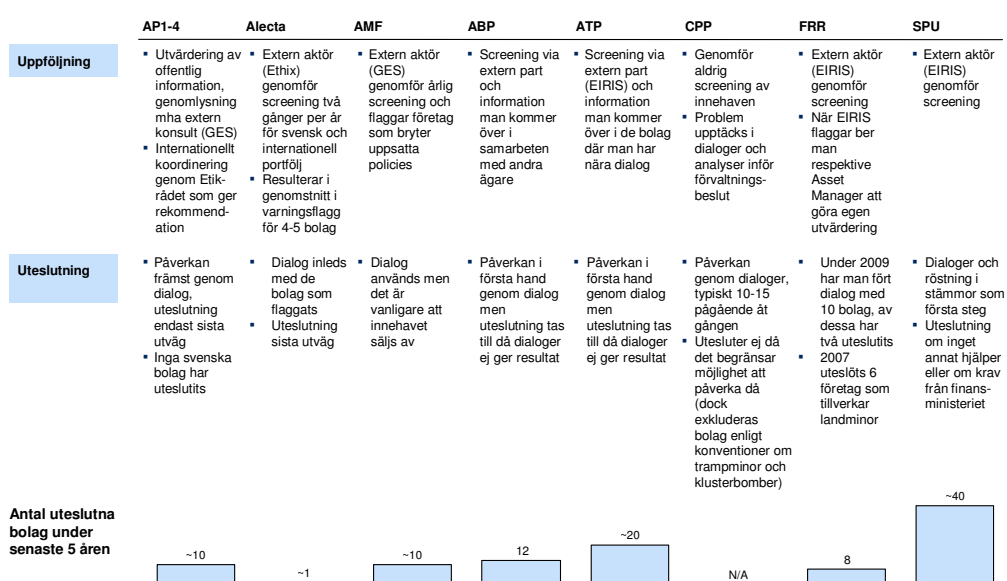
Första till Fjärde AP-fonderna följer upp etik- och miljöfrågor gemensamt genom Etikrådet. Etikrådet bildades i början på 2007 för att på ett kostnadseffektivt sätt samordna etik- och miljöarbetet mellan fonderna samt även öka fondernas möjlighet att påverka. Etikrådet använder sig i sin tur av en extern konsult (GES Investment Services) för att genomföra en genomlysning av bolagen med hjälp av offentlig information. Om ett bolag bryter mot fondernas etik- och miljöriktlinjer initierar Etikrådet en direkt dialog med bolaget för att försöka få till stånd en förändring. Ifall detta inte ger något resultat får Första till Fjärde AP-fonderna individuellt fatta beslut om eventuell försäljning av bolagen baserat på en rekommendation från Etikrådet. Första till Fjärde AP-fonderna har

uteslutit 10¹ bolag under den senaste femårsperioden av etiska eller miljömässiga skäl (Bild 63).

Första till Fjärde AP-fonderna har högt fokus på att föra dialog med bolag för att få till förändring. Uteslutning sker endast då brotten mot fondernas riktlinjer är allvarliga eller upprepade och då företagen inte är villiga att föra en dialog som kan leda till förändring. AMF och Alecta använder också dialoger för att få till förändring, men lägger mindre tid på dialoger än AP-fonderna. Under den senaste femårsperioden har Första till Fjärde AP-fonderna uteslutit ~10 bolag, AMF ~10 bolag och Alecta ett bolag.

Bild 63

Uppföljning: Jämförelse av uppföljning och åtgärder i SRI-frågor



KÄLLA: Årsredovisningar; fondhemsidor; intervjuer; McKinsey-analys

Uppföljningen av ägarstyrningen mellan de utländska pensionsfonderna och Första till Fjärde AP-fonderna är mycket likartad. Med undantag för CPP använder sig alla av en extern part som screenar innehaven för att upptäcka avvikelser mot fondernas etik- och miljöpolicies. Alla utländska fonder anser att det är viktigt att stanna kvar i bolag som inte lever upp till kraven med syfte att förändra, och uteslutning ses som sista utvägen. Fonderna arbetar olika med uteslutning. CPP utesluter aldrig bolag enbart av etik- och miljöskäl (med undantag för tillverkning av oetiska vapen), utan anser att det är ett investeringsbeslut som ska ta hänsyn till risk och avkastning. SPU är mer aktiv i att utesluta bolag, och utesluter även hela branscher (till exempel tobaksbranschen och tillverkning av oetiska vapen). Under de senaste åren har de utländska fonderna uteslutit

¹ Andra AP-fonden något fler då de aktivt uteslöt bolag innan Etikrådet bildades

mellan 5-10 bolag (t.ex. FRR som började screena bolag i september 2009) och ~40 bolag (SPU).