



McKinsey & Company

Finansdepartementet

**Bedömning av kvaliteten i AP-
fondernas presenterade
avkastningshistorik**

KPMG AB

Antal sidor: 29

Innehåll

1.	Inledning	1
1.1	Bakgrund	1
1.2	Uppdrag	1
1.2.1	Datainsamling	1
1.3	Avgränsning	1
1.4	Översikt av rapporten	2
1.5	Beskrivning av genomförd analys	2
1.5.1	Redovisning av avkastning och risktagande	2
1.5.2	Bedömning av valt benchmark	3
1.5.3	Anpassning till respektive AP-fonds rapport	3
1.6	Slutsatser	3
1.6.1	Tidpunkten för värdering av private equity i bokslutet	4
1.6.2	Val av benchmark för private equity	4
1.6.3	Implementering av förvaltningsmodell	4
1.6.4	Sammanfattning av slutsatser	6
2.	Första AP-fonden	9
2.1	Kort beskrivning av Första AP-fonden	9
2.1.1	Tidigare förvaltningsmodell	9
2.1.2	Gällande förvaltningsmodell	10
2.1.3	Övrigt	10
2.2	Granskningens ansats och genomförande	10
2.3	Resultat av granskning	11
3.	Andra AP-fonden	12
3.1	Kort beskrivning av Andra AP-fonden	12
3.2	Granskningens ansats och genomförande	13
3.3	Resultat av granskning	14
4.	Tredje AP-fonden	16
4.1	Kort beskrivning av Tredje AP-fonden	16
4.2	Granskningens ansats och genomförande	17
4.3	Resultat och iakttagelser från granskningen	18
5.	Fjärde AP-fonden	19
5.1	Kort beskrivning av Fjärde AP-fonden	19
5.2	Granskningens ansats och genomförande	21
5.3	Resultat av granskning	21

6.	Sjätte AP-fonden	24
6.1	Kort beskrivning av Sjätte AP-fonden	24
6.2	Granskningens ansats och genomförande	25
6.3	Resultat av granskning	26
7.	Sjunde AP-fonden	27
7.1	Kort beskrivning av fonden	27
7.2	Granskningens ansats och genomförande	27
7.3	Resultat av granskning	28

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder skall regeringen årligen göra en sammanställning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) årsredovisningar samt utvärdera fondmedlens förvaltning.

I denna rapport redogörs för bedömningen av kvaliteten i AP-fondernas presenterade avkastningshistorik.

1.2 Uppdrag

I den årliga granskningen av AP-fondernas verksamhet, som 2010 utförs av McKinsey&Company på uppdrag av Finansdepartementet, har KPMG fått som ett deluppdrag att bedöma kvaliteten i de avkastningstal och riskmått som AP-fonderna presenterar. Det innebär att granska att

- AP-fonderna redovisar avkastning och risktagande i enlighet med best practice¹,
- valda benchmark utgör en rättvis och rimlig jämförelsemängd.

Uppdraget har genomförts under perioden februari – mars månad 2010.

1.2.1 Datainsamling

Analysen och slutsatserna i rapporten är baserade på information som KPMG erhållit från AP-fonderna och från hewitt wassum investment partners som under åren 2005 – 2008 haft ett liknande uppdrag samt andra externa källor.

Under uppdragets gång har KPMG haft minst ett möte med varje AP-fond. Utöver sammanträden har KPMG löpande kvalitetsgranskat data i samråd med AP-fonderna. Rapporten har även gått på remiss till AP-fonderna.

KPMG har under uppdraget haft löpande kontakt med McKinsey&Company för att diskutera uppdraget och dess slutsatser.

1.3 Avgränsning

Rapporten är främst skriven i så kallad avvikelseform, dvs. KPMG redovisar de eventuella kvalitetsbrister och avvikelser som vi finner, baserat på den genomförda analysen, vilket innebär

¹ Med best practice avses en gängse metod i branschen (i detta fall kapitalförvaltande organisationer) som möter höga kvalitetskrav.

att vi redogör för iakttagelser som varit föremål för fördjupad granskning och kan vara en potentiell avvikelse från best practice. Detta är kompletterat med vissa jämförelser mellan AP-fonderna, som i sig inte är en kvalitetsbrist eller avvikelse från best practice, men som KPMG bedömer vara värdefull information i samband med utvärderingen av AP-fonderna. KPMG har genomfört granskningen utifrån principerna om risk och väsentlighet, vilket bland annat inneburit att kontrollberäkningar skett stickprovsvis.

KPMG har ej via egna kontroller i källsystem eller dylikt kvalitetssäkrat datamängderna som erhållits från AP-fonderna.

1.4 Översikt av rapporten

Avsnitt 1 är en beskrivning av KPMGs uppdrag samt en redogörelse för granskningens slutsatser.

Avsnitt 2 – 7 beskriver genomförd analys för respektive AP-fond. För varje fond återfinns:

- En kort beskrivning som är fokuserad på skillnader i förvaltningsmetod som på olika sätt påverkar fondens redovisning av avkastning och risk, dvs. väsentliga frågor ur perspektivet för denna granskning.
- En redogörelse för granskningens ansats, vilken data som utgör KPMGs jämförelsemängd i analysen (dvs. vilken numerisk information som KPMG haft som jämförelse) och genomförda analysmoment.
- En redogörelse för granskningens resultat och KPMGs bedömning.

1.5 Beskrivning av genomförd analys

1.5.1 Redovisning av avkastning och risktagande

KPMG har bedömt om historisk avkastning och risk som redovisas av AP-fonderna är beräknade enligt best practice. Granskning har skett på en övergripande nivå och omfattar samtliga tillgångsslag.

Granskningen baseras dels på intervjuer med nyckelpersoner på AP-fonderna och inläsning av relevant dokumentation för att kartlägga AP-fondernas metodik och val vid beräkning av avkastning och risk, dels på genomförda stickprov avseende perioden 2005 – 2009. Stickprovet syftar till att säkerställa att AP-fonderna följer den metodik som fonden har valt och att kontrollera att beräkningarna är korrekta. Urvalet av stickprov har skett av KPMG. Detta innebär att KPMG inte har granskat och verifierat alla avkastnings- och risktal som redovisas. För mer detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

1.5.2 Bedömning av valt benchmark

KPMG har bedömt om de index, alternativt andra avkastningsmål, som respektive AP-fond har valt att använda utgör ett rättvisande benchmark². Vanligtvis är benchmark beräknat utifrån en uppsättning av publika och/eller anpassade marknadsindex, eller någon form av avkastningsmål. KPMGs bedömning utvisar om valt benchmark är en rättvis och rimlig jämförelsemängd. I bedömningen ingår att jämföra med best practice. Bedömningen avser hela femårsperioden.

Granskningen baseras dels på intervjuer med nyckelpersoner på AP-fonderna och inläsning av relevant dokumentation för att kartlägga AP-fondernas metodik och val vid beräkning av benchmark, dels på genomförda stickprov avseende perioden 2005 – 2009. Stickprovet syftar till att säkerställa att AP-fonderna följer den metodik som fonden valt och att kontrollera att beräkningarna är korrekta. Urvalet av stickprov har skett av KPMG. Detta innebär att KPMG inte har granskat och verifierat alla avkastnings- och risktal som redovisas avseende benchmark. För mer detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

1.5.3 Anpassning till respektive AP-fonds rapport

Den genomförda analysen är utförd utifrån respektive AP-fonds valda sätt att redovisa avkastning, riskmått och benchmark. För varje AP-fond beskrivs nedan hur fonden har valt att redovisa sin avkastning. Skillnader AP-fonderna emellan behöver inte i sig betyda avvikelser mot best practice eller några andra brister, utan kan rymmas inom ramen för god marknadspraxis. Iakttagelser som innebär avvikelse mot best practice och/eller AP-fondens val redovisas.

Skillnaderna mellan AP-fonderna medför att det finns vissa svårigheter att jämföra avkastning inom ett tillgångsslag mellan olika AP-fonder. Vidare har fonderna valt olika principer för värderingstidpunkten avseende private equity, vilket försvårar jämförelsen på totalnivå även mellan fonderna. I möjligaste mån redogör rapporten för sådana skillnader. KPMGs uppdrag innefattar ej en jämförelse mellan fonderna, varför skillnaderna i dessa principer inte utgör ett problem för KPMGs uppdrag.

1.6 Slutsatser

Varje AP-fond har en hög grad av självständighet och kan i stor utsträckning etablera den förvaltningsmodell som fonden själv önskar. Inom det granskade området kan nämnas att Första – Fjärde AP-fonden tillsammans har skapat ett gemensamt dokument, ”AP-fondernas Redovisnings- och Värderingsprinciper”. Dokumentet anger principer för värdering och redovisning av finansiella instrument samt principer för beräkning av avkastning och risk. Sjätte AP-fonden är främst en förvaltare av private equity, ett verksamhetsområde som har egna branschstandarder för beräkning av avkastning och risk. Till följd av Sjätte AP-fondens karaktär kan fonden dock ej fullt ut redovisa utifrån private equity-branschens standarder, utan utnyttjar även beräkningsmodeller från den traditionella kapitalförvaltningsindustrin. Sjunde AP-fonden utgår i mångt och mycket från normer och regler som gäller för fonder och fondbolag.

² Benchmark= jämförelsemängd

AP-fondernas frihetsgrader och de olika normverken innebär att det finns inte oväsentliga skillnader i redovisningen och beräkningen av avkastning och risk. Bland de mest framträdande kan nämnas nedanstående frågor³.

1.6.1 Tidpunkten för värdering av private equity i bokslutet

Inom private equity värderas ofta tillgångarna med en eftersläpning på ett kvartal. I boksluten för 2008 använde AP-fonderna olika modeller; värdering per kvartal 3, en uppskattad avkastning under kvartal 4 baserad på värdering per kvartal 3, och värdering per kvartal 4. I bokslutet för 2009 har alla AP-fonder värderat private equity utifrån den senast tillgängliga värderingen, vilket i merparten av fallen innebär att värderingen är per tredje kvartalet 2009, med undantag för Sjätte AP-fonden som värderar alla innehav per fjärde kvartalet. En konsekvens av detta är att de AP-fonder som 2008 gjorde en uppskattning av avkastningen för fjärde kvartalet 2008, redovisar ett resultat för 2009 som inte inkluderar avkastningen inom private equity för fjärde kvartalet 2008. Detta gäller Första och Fjärde AP-fonden.

1.6.2 Val av benchmark för private equity

Det saknas väletablerade index på marknaden för private equity, vilket leder till att kapitalförvaltare använder andra former av avkastningsmål. Dessa kan vara en given avkastning över ett antal år (till exempel 10 % över tre år), ett aktieindex med någon form av riskpåslag eller annan modell. Vissa aktörer avstår helt från att sätta benchmark på private equity. Hos AP-fonderna finns flera olika modeller representerade.

1.6.3 Implementering av förvaltningsmodell

En kapitalförvaltare kan välja att gruppera sina tillgångar på olika sätt för att på så sätt dela upp ansvaret för förvaltningen utifrån grupperingen på olika organisatoriska enheter och/eller olika förvaltningsmandat. Detta leder bland annat till olika grader av transparens av strategiska förvaltningsbeslut och operativa förvaltningsresultat, samt till att teknik för redovisning av valutareultat kan implementeras på flera olika sätt.

Utformningen av förvaltningsmodell är intressant att jämföra mellan Första – Fjärde AP-fonden samt att ställa dessa i relation till deras uppdrag. Speciellt intressant är att studera hur den totala fondförmögenheten fördelas på olika förvaltningsmandat och konstruktionen av benchmark, vilket tillsammans kan ses som en modell för aktiv avkastning. Lag om allmänna pensionsfonder säger att målet för placeringsverksamheten ska vara: *Första - Fjärde AP-fonderna skall förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension*. Två frågor som är intressanta att analysera är dels hur en utvärdering påverkas av AP-fondernas olika modeller för aktiv avkastning, dels av och hur utformningen av denna påverkar den redovisade aktiva avkastningen och aktiva risken⁴.

³ Hur respektive AP-fond redovisar och beräknar avkastning och risktal framgår mer i detalj i avsnittet för respektive AP-fond.

⁴ Aktiv avkastning och aktiv risk avser således avkastning och risk på en portfölj relativt ett benchmark.

I det följande ges en schematisk sammanställning av vilka tillgångar som ingår i basen vid beräkning av aktiv avkastning, vilka typer av förvaltningsbeslut som ingår i densamma och de olika metodval i beräkning av avkastning på benchmark som Första- Fjärde AP-fonden har gjort. Ytterst är det styrelsen som formellt fattar beslut om förvaltningsmodell och modell för aktiv avkastning.

Den ena ytterligheten i utformningen av modell för aktiv avkastning representeras av Första AP-fonden⁵ som inte redovisar något benchmark alls, och därmed inte heller någon aktiv avkastning eller risk.

Den andra ytterligheten representeras av Fjärde AP-fonden. Det benchmark som används i jämförelsen för aktiv avkastning och risk justeras mer eller mindre löpande med beslut rörande allokering som baseras på Fjärde AP-fondens tro på marknadsutvecklingen framöver (dvs. inte på en ALM-analys⁶). Därutöver justeras vikterna mellan olika marknader i benchmark löpande med hur de olika marknaderna utvecklas⁷. Avkastningen på benchmark justeras även med avkastningseffekter som uppstår i de placeringsbegränsningar som ges av lag eller av Fjärde AP-fonden fattade beslut (till exempel att inte placera i oetisk verksamhet). Från den aktiva förvaltningen⁸ exkluderas även den strategiska valutaförvaltningen och andra investeringsbeslut som styrelsen fattar vars syfte inte primärt är att skapa aktiv avkastning, syftet kan istället vara en ägarstyrningsfråga eller annat motiv. Fjärde AP-fonden önskar med ovan beskrivna beräkningstekniker i förvaltningsmodellen renodla den redovisade aktiva avkastningen till de frihetsgrader som organisationens olika enheter för förvaltning av olika tillgångar har.

I Tredje AP-fondens modell för aktiv avkastning ingår inte vad de själva betecknar strategiska beslut i den aktiva avkastningen, oberoende av om dessa rör likvida eller illikvida tillgångar. Strategisk valutaförvaltning ingår i aktiv avkastning och inga justeringar görs av benchmark baserat på fondens marknadstro. Förenklat ligger Tredje AP-fonden närmast Fjärde AP-fonden i sin modell för aktiv avkastning.

Andra AP-fondens modell för aktiv avkastning är mycket lik Tredje AP-fondens, dock med skillnaden att all avkastning i likvida tillgångar ingår i aktiv risk. Andra AP-fonden ligger därmed längre från Fjärde AP-fonden än Tredje AP-fonden sett i skalan mellan ytterligheterna ovan⁹.

⁵ Sedan 2009, före dessa var Första AP-fonden modell för aktiv avkastning relativt lik Fjärde AP-fondens.

⁶ ALM-analys, Asset-Liability-Management analys, dvs. en analys av hur en organisations åtaganden förhåller sig till de tillgångar organisationen förfogar över, sett till storlek och finansiella risker.

⁷ Vikterna mellan olika index i benchmark är flytande, dvs vikterna justeras i takt med utvecklingen på de underliggande marknaderna.

⁸ Med aktiv förvaltning avses alla de mandat som mäts som aktiv avkastning respektive risk.

⁹ Notera dock att i den bidragsanalys, som redovisas i Andra AP-fondens årsredovisning, särredovisas vissa avkastningseffekter för implementering av strategisk portfölj, vilket i sig motsvaras av ett "Ja" i kolumnen "Ytterligare justeringar i beräkning av aktiv avkastning" i tabellen nedan. Eftersom den redovisade aktiva avkastningen i femårsöversiktterna dock inkluderar avkastningseffekter för implementering av strategisk portfölj, väljer vi att sätta "Nej" i tabellen.

Nedanstående tabell avser att sammanfatta skillnaderna mellan modellerna för aktiv avkastning på några väsentliga punkter¹⁰.

	Redovisar aktiv avkastning och risk	Illikvida tillgångar med i beräkning av aktiv avkastning	Benchmark justeras med marknadsutveckling	Beslut avseende allokering mellan olika marknader ingår i aktiv avkastning ¹¹	Strategisk valutaförvaltning med i beräkning av aktiv avkastning	Ytterligare justeringar i beräkning av aktiv avkastning
Första AP-fonden	Nej	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Andra AP-fonden ¹²	Ja	Nej	Ja	Ja	Ja	Nej
Tredje AP-fonden	Ja	Nej	Ja	Nej	Ja	Nej
Fjärde AP-fonden	Ja	Nej	Ja	Nej	Nej	Ja

KPMG konstaterar att det föreligger skillnader i beräkningen av aktiv avkastning och aktiv risk mellan Första – Fjärde AP-fonden. Bedömningen är dock att de olika förvaltningsmodellerna och därmed förenade beräkningstekniker av aktiv avkastning och risk ryms inom best practice.

Dock medför skillnaderna problem i en utvärdering av Första – Fjärde AP-fondernas aktiva avkastning då de beslut som fattas av respektive AP-fonds styrelse överlag inte ger utslag i aktiv avkastning, och eftersom omfattningen och detaljgraden av dessa beslut varierar mellan fonderna (som redovisats ovan) är den aktiva avkastningen inte jämförbar. I praktiken är en jämförelse av redovisad aktiv avkastning mellan Första – Fjärde AP-fonden inte meningsfull.

1.6.4 Sammanfattning av slutsatser

Sammantaget innebär ovan nämnda skillnader (och även andra men mindre väsentliga) att endast avkastningen på totalnivå är jämförbar mellan AP-fonderna, dvs. utvecklingen av fondkapitalet¹³.

¹⁰ Tabellen gör inget anspråk på att vara heltäckande eller fullständigt exakt, utan avser att ge en överblick över skillnaderna i förvaltningsmodell.

¹¹ Avser att visa om beslut avseende allokering som inte hänförs till ALM-analys ingår i aktiv avkastning.

¹² I Andra AP-fondens bidragsanalys särredovisas vissa avkastningseffekter för implementering av strategisk portfölj, denna analys överensstämmer således inte med tabellen ovan.

¹³ Eftersom AP-fonderna har olika värderingstidpunkter för private equity i bokslutet 2008 och 2009 är inte heller totalavkastningen fullt jämförbar för 2008 eller 2009. Sett över flera år kan dock avkastningen på totalt kapital vara jämförbar.

All jämförelse på andra nivåer är vanskelig och fordrar en god förståelse för vad som ingår i redovisningen av avkastningen och av beräkningsgrunder.

Dock påverkar ovan nämnda skillnader mellan AP-fonderna inte KPMGs uppdrag då det avser att uttala sig specifikt om respektive fond.

KPMGs slutsats baserat på den utförda granskningen är att vi inte funnit något som tyder på att AP-fonderna inte

- redovisar avkastning och risk i enlighet med best practice samt att beräkningarna är korrekta,
- redovisar ett rättvist och korrekt beräknat benchmark.

KPMG har dock gjort några iakttagelser som är värda att lyfta fram och som kortfattat beskrivs nedan och mer utförligt återfinns i påföljande avsnitt.

- Första AP-fonden presenterar ett riskmått, standardavvikelse. Detta beror på att fonden, som en naturlig följd av benchmark saknas, inte presenterar några relativa riskmått. Första AP-fonden skulle dock kunna komplettera sin redovisning med ytterligare ett absolut riskmått, vilket bör kunna öka förståelsen för deras förvaltningsmodell. Exempel på sådana mått är Value-at-Risk och stresstester.
- Andra AP-fonden använder en riskfri ränta i sin beräkning av Sharpekvot som inte följer det gemensamma dokumentet ”AP-fondernas Redovisnings- och Värderingsprinciper”. Samma iakttagelse gjordes i KPMGs granskning 2009.
- Tredje AP-fondens val av benchmark inom realräntor (SEK och euro) är inte förenligt med en aktiv förvaltning av en portfölj av realränteobligationer, vilket Tredje AP-fonden bör ta hänsyn till om fonden skulle övergå till en sådan förvaltning. Detta eftersom benchmark består av endast ett värdepapper. Förvaltningen under 2009 replikerar valt benchmark, och fondens val av benchmark ger inte upphov till någon aktiv avkastning. En aktiv förvaltning bör som benchmark använda ett index som reflekterar en marknadsavkastning bestående av de värdepapper som förvaltningen har möjlighet att placera i.
- KPMG’s syn på Fjärde AP-Fonden är att hanteringen av kassa innebär en smärre avvikelse från best practice, vilket får effekt för beräkning av risk och avkastningssiffror för tillgångsslagen. På totalnivå har detta dock ingen påverkan på beräkning av avkastning och risk.
- Sjätte AP-fondens redovisning innehåller både avkastningstal beräknade som Time-Weighted-Return och avkastningstal beräknade som Internal-Rate-of-Return¹⁴, vilket försvårar jämförelser med andra aktörer. Samma iakttagelse gjordes i KPMGs granskning 2009. Vidare har riskpremiemodellen begränsat

¹⁴ Se avsnitt 6 för förklaring av begreppen.

värde i en kortsiktig utvärdering av fondens resultat, eftersom modellen innehåller subjektiva och konjunkturcykliska inslag.

- Sjunde AP-fondens val av riskfri ränta i sin beräkning av Sharpekvot, som är Riskbankens reporänta, är sig inte ett realistiskt placeringsalternativ. Följden är att värdet på Sharpekvoten blir något högre än vad som vore fallet med en ränta som går att placera i.

2. Första AP-fonden

2.1 Kort beskrivning av Första AP-fonden

Avsnittet utgör en kort beskrivning av Första AP-fonden. Avsnittet är fokuserat på skillnader i förvaltningsmetod som på olika sätt påverkar fondens redovisning av avkastning och risk, dvs. väsentliga frågor ur granskningens perspektiv.

Första AP-fonden förvaltar aktier, räntebärande värdepapper och alternativa tillgångar i form av fastigheter och private equity.

2.1.1 Tidigare förvaltningsmodell

Historiskt sett, dvs från utvärderingsperiodens början till mars 2009, utgick förvaltningsmodellen från den tillgångsfördelning som fastställdes av styrelsen i den långsiktiga ALM-portföljen. Referensportföljen är den portfölj som kan beslutas av styrelsen som avviker från ALM-portföljens syn på medellång sikt. Referensportföljen utgör grunden till jämförelseportföljen som är förvaltningens neutrala position i förhållande till benchmark. Under granskningsperioden har ALM-portföljen och referensportföljen varit i princip densamma fram till mars 2007. Efter mars 2007 har referensportföljen skiljts från ALM-portföljen och numera ingår även modelldrivna- och diskretionära beslut i den indexviktsbestämmande referensportföljen. Inledningsvis skedde rebalanseringar av referensportföljen varje månad baserat på portföljteori. Frekvensen ändrades sedan till var tredje månad med hänsyn till det praktiska genomförandet och kostnader. Mellan tidpunkterna för rebalanseringarna flyter indexvikterna med marknadsutvecklingen.

De index och risktal som Första AP-fonden presenterade för den tidigare förvaltningsmodellen är baserade på referensportföljen, dvs. marknadsnoterade tillgångar. Ett jämförelseindex för den totala portföljen inklusive alternativa investeringar presenteras ej.

De index som Första AP-fonden använder sig av är baserade på indexserier levererade av extern motpart. Detta gäller även de index som är valutahedgade¹⁵. Inga anpassningar sker till etiska ställningstaganden.

Fonden presenterar avkastningen för globala aktie- respektive ränteplaceringar med 100 procent intern valutasäkring baserad på en teoretisk terminssäkring med en månads löptid. Det är samma metod som används av indexleverantörerna. Den faktiska externa valutasäkringen baseras på samma metodik, men görs delvis med en längre löptid på valutaterminerna då det är svårt pga. hedgeportföljens storlek att replikera index korta löptid på valutaterminerna. Skillnaden mellan resultatet av den faktiska hanteringen av valutahedgen och den teoretiskt beräknade valutahedgen motiveras av den förenkling och transparens som uppnås vid analysen mot jämförelseindex. Den faktiska valutasäkringen är lägre än 100 procent då fonden har en öppen valutaposition i referensportföljen och därutöver tre separata valutamandat.

¹⁵ En hedge är en position avsedd att neutralisera prisrisk. En valutahedge är avsedd att neutralisera risken i växelkursfluktuationer.

2.1.2 Gällande förvaltningsmodell

Under 2009 implementerade Första AP- fonden en ny förvaltningsmodell, som fokuserar på absolut avkastning. Formellt skedde bytet av förvaltningsmodell 1 oktober 2009, men i praktiken började Första AP- fonden implementeringen i slutet av första kvartalet.

Modellen bygger på att Första AP- fonden tar fram ett önskat läge, en så kallad målportfölj. Denna utgör en målbild för Första AP- fondens allokering sett på cirka 18 månaders sikt. Styrelsen fattar beslut om allokeringsramar och limiter på aktiv risk på nivån tillgångsslag och region. I det praktiska arbetet formuleras även andra "portföljer" på kortare och längre placeringssikt än målportföljen. På en övergripande nivå saknas benchmark i form av en sammansättning av index. Istället sker Första AP- fondens egen utvärdering i jämförelse med avkastningsmålet på 5,5 procent över rullande fem år och andra mer kvalitativa jämförelser. I det interna arbetet sker en utvärdering på respektive mandat mot ett index.

Sedan 1 oktober 2009 presenterar Första AP- fonden avkastningen för globala aktie- respektive ränteplaceringar med 100 procent intern valutasäkring baserad på en teoretisk terminssäkring med endags löptid. Den faktiska externa valutasäkringen baseras på fondens egen analys av valutamarknaden, men görs delvis med en längre löptid på valutaterminerna. Den faktiska valutasäkringen är lägre än 100 procent då fonden har en öppen valutaposition i referensportföljen och därutöver tre separata valutamandat.

Tillämpningen av mandat är strikt i den meningen att alla investeringar inom respektive mandat ska ske inom vissa regioner. Det finns inga överlappningar mellan regionerna, vilket i sin tur innebär att redovisad avkastning inom ett visst tillgångsslag och region inte är påverkad av investeringar utanför regionen.¹⁶

2.1.3 Övrigt

Värdering av portföljens innehav i noterade aktier, och obligationer sker dagligen enligt de gemensamma värderingsprinciper som Första – Fjärde AP-fonden sammanställt i dokumentet "AP-fondernas Redovisnings- och Värderingsprinciper". Fastigheter och private equity värderas normalt två alternativt fyra gånger per år. Första AP-fonden har för bokslutet 2009 redovisat private equity utifrån den senast tillgängliga värderingen, vilket i merparten av fallen innebär att värderingen är per tredje kvartalet 2009.

Likvida medel inklusive transaktionslikviditet hanteras av internbanken inom Första AP- fonden. Varje portfölj tilldelas likviditet via s.k. cash buckets (interna konton) som ingår i portföljmarknadsvärdet, och avkastningsberäkningarna på en portfölj tar hänsyn till de likvida medlen i respektive cash bucket.

2.2 Granskningens ansats och genomförande

I detta avsnitt görs en redogörelse av granskningens ansats, vilken data som utgör KPMGs jämförelsemängd (dvs. vilken numerisk information som KPMG har haft som jämförelse) i

¹⁶ Till exempel finns inga svenska aktier i den europeiska portföljen, som är en del av den globala aktieportföljen.

analysen, och genomförda analysmoment. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

KPMGs granskning avser följande information som Första AP-fonden redovisar i sin årsredovisning 2009:

Femårsöversikt

KPMG har särskilt granskat avsnittet *Avkastning och risk marknadsnoterad portfölj*. KPMG har granskat all data för hela femårsperioden.

Totalavkastning

KPMG har särskilt granskat avsnittet *Portföljavkastning procent*¹⁷. KPMG har granskat all data för hela femårsperioden.

KPMG har genomfört granskningen genom att göra en analys av processen för att beräkna avkastningsserier och riskmått. Vi har stickprovsvis genomfört kontroller av de beräkningar som ingår i processen och även genomfört rimlighetsbedömningar av avkastningen på portföljer och jämförelseindex samt jämfört dessa med marknadsavkastning.

KPMG har fått data direkt från Första AP-fonden i samband med årets granskning avseende samtliga år 2005 – 2009. Årsredovisningen 2009 redogör för motsvarande period, därför har ingen granskning skett av tidigare årsredovisningar eller tidigare granskningsmaterial. Dock granskades årsredovisningen 2008 i samband med KPMGs granskning 2009.

2.3 Resultat av granskning

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens resultat och KPMGs bedömning. Rapporten avser att vara i avvikelseform, vilket innebär att vi redogör för iakttagelser som varit föremål för fördjupad granskning och innebär en potentiell avvikelse från best practice. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

Riskberäkning

Från och med 2009 redovisas ett riskmått, vilket är standardavvikelse på marknadsnoterad portfölj. Den nya förvaltningsmodellen medger av naturliga skäl inga relativa riskmått (som aktiv risk eller motsvarande), men det vore värdefullt om Första AP-fonden skulle kunna komplettera sin rapportering av risk med något ytterligare absolut riskmått, vilket även är rimligt med hänsyn till förvaltningsmodellen.

Portföljavkastning procent

Denna tabell redovisar inte alla poster som bidrar till totalportföljens avkastning, det finns bidrag från främst valutaförvaltning och så kallade taktiska mandat som inte framgår av tabellen.

¹⁷ Med detta avses tabellen längst ner på sid 15 i årsredovisningen för 2009.

Benchmark

Första AP-fondens tidigare modell för aktiv avkastning innebär enligt KPMGs bedömning, att genom att välja referensportföljens fördelning som vikter för jämförelseindex kommer den faktiska portföljens fördelning exklusive taktisk allokering att ligga nära jämförelseindex. Den skillnad i avkastning mellan portfölj och jämförelseindex som redovisas återspeglar avvikelser som uppkommer vid taktisk tillgångsallokering på kort sikt och värdepappersval i aktivt förvaltade portföljer.

Den gällande förvaltningsmodellen har på aggregerad nivå endast ett kvalitativt utvärderingsmått, vilket är Första AP-fondens avkastningsmål på 5,5 procent på rullande fem årsperioder. Detta mål bygger på Första AP-fondens interna analys. KPMG har inte utvärderat nivån men anser att med utgångspunkt från förvaltningsmodellen är det inte orimligt att utvärdera mot ett fast avkastningsmål. Detta bör även kompletteras med kvalitativa utvärderingar, till exempel jämförelser med likartade pensionsförvaltare.

Bedömning

KPMG anser att de iakttagelser som gjorts inte påverkar redovisad avkastning eller risk på ett sådant sätt att de avviker substantiellt från best practice.

Första AP-fonden skulle dock, i frånvaron av relativa riskmått, kunna presentera ytterligare ett absolut riskmått. Exempel på sådana mått är Value-at-Risk och stresstester.

3. Andra AP-fonden

3.1 Kort beskrivning av Andra AP-fonden

Avsnittet utgör en kort beskrivning av Andra AP-fonden. Avsnittet är fokuserat på skillnader i förvaltningsmetod som på olika sätt påverkar fondens redovisning av avkastning och risk, dvs. väsentliga frågor ur granskningens perspektiv.

I Andra AP-fonden sker förvaltningen av aktier, räntebärande värdepapper, private equity, konvertibla obligationer och fastigheter.

Andra AP-fonden fastställer årligen en fördelning av tillgångarna via en strategisk portfölj. Den strategiska portföljen uttrycker Andra AP-fondens syn hur portföljens tillgångar bör vara fördelade över sikt baserade på ALM-analys. Den löpande förvaltningen sker således utifrån den strategiska portföljens fördelning. Andra AP-fondens jämförelseindex har sin utgångspunkt i den strategiska portföljens fördelning. Fram till mars 2008 var vikterna i jämförelseindex fasta, och portföljen allokerades utifrån de fasta vikterna (en daglig justering skedde i terminsmarknaden). Sedan mars 2008 tillåts vikterna på de index som ingår i jämförelseindex driva med marknadsutvecklingen. När vikterna bryter vissa nivåer rebalanseras jämförelseindex utifrån en given modell, och motsvarande rebalansering av tillgångarna sker.

Valutaförvaltningen sker i en så kallad overlay, dvs. gemensamt över tillgångarna och avkastningen inom tillgångsslagen presenteras ohedgad i svenska kronor. Före mars 2008 hanterades dock valutahedgarna inom respektive tillgångsslag.

Värdering av portföljens innehav av noterade aktier och räntebärande värdepapper sker dagligen enligt de gemensamma värderingsprinciper som Första – Fjärde AP-fonden har sammanställt i dokumentet "AP-fondernas Redovisnings- och Värderingsprinciper". Fastigheter och private equity värderas två alternativt fyra gånger per år. Andra AP-fonden har för bokslutet 2009 redovisat private equity utifrån den senaste tillgängliga värderingen, vilket i merparten av fallen innebär att värderingen är per tredje kvartalet 2009.

Likvida medel inklusive transaktionslikviditet återfinns och hanteras inom respektive tillgångsslag.

Index beräknas för räntebärande värdepapper och aktier baserat på leverantörers indexserier, ojusterade för etik och motsvarande. För fastigheter är index Svenskt Fastighetsindex (SFI). Index för private equity är ett fast avkastningsmål om 11 procents avkastning och för konvertibla obligationer ett fast avkastningsmål om 7 procents avkastning.

3.2 Granskningens ansats och genomförande

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens ansats, vilken data som utgör KPMGs jämförelsemängd i analysen (dvs vilken numerisk information som KPMG har haft som jämförelse) och genomförda analysmoment. För mer detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

KPMGs granskning avser följande information som Andra AP-fonden redovisar i sin årsredovisning 2009:

Femårsöversikt

KPMG har granskat portföljvinst, relativ avkastning och aktiv risk baserat på information från Andra AP-fonden avseende hela femårsperioden.

Tillgångsslagens utveckling

KPMG har granskat absolut avkastning, relativ avkastning och aktiv risk baserat på information från Andra AP-fonden avseende 2009.

Flerårsöversikt

KPMG har granskat portföljvinst, relativ avkastning och aktiv risk baserat på information från Andra AP-fonden avseende hela femårsperioden.

Riskjusterad avkastning för totalportföljen

KPMG har granskat samtliga nyckeltal i tabellen baserat på information från Andra AP-fonden avseende hela femårsperioden.

Noterade portföljens utveckling under 2009

KPMG har översiktligt granskat portföljvinst och relativ avkastning avseende hela femårsperioden baserat på information från Andra AP-fonden.

Det är värt att notera att förändringen av valutahantering inte innebar någon omräkning av avkastning och risk, dvs. redovisad avkastning till tidpunkten för förändring är inklusive valutahedge enligt policy och ohedgad i SEK därefter.

KPMG har genomfört granskningen genom att göra en analys av processen för att beräkna avkastningsserier och riskmått. Vi har stickprovvis genomfört kontroller av de beräkningar som ingår i processen och även genomfört rimlighetsbedömningar av avkastningen på portföljer och jämförelseindex samt jämfört dessa med marknadsavkastning.

KPMG har fått data direkt från Andra AP-fonden i samband med årets granskning avseende samtliga år 2005 – 2009. Årsredovisningen 2009 redogör för motsvarande period, och därför har ingen granskning skett av tidigare årsredovisningar eller tidigare granskningsmaterial, bortsett från jämförelser med KPMGs granskning från år 2009.

3.3 Resultat av granskning

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens resultat och KPMGs bedömning. Rapporten avser att vara i avvikelserform, vilket innebär att vi redogör för iakttagelser som varit föremål för fördjupad granskning och innebär en potentiell avvikelse från best practice. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

Portföljens avkastning

I årsredovisningen för 2009 presenteras portföljens avkastning¹⁸ med stöd av en bidragsanalys. Enligt denna ger de marknadsnoterade tillgångarna en avkastning på 1,2 procent. De så kallade implementeringseffekterna påverkar dock bidraget negativt med 0,5 procent, varvid den aktiva avkastningen på marknadsnoterade tillgångar som är jämförbar med tidigare år för Andra AP-fonden utgör 0,7 procent.

Redovisning i avsnittet Den noterade portföljens utveckling

Andra AP-fonden redovisar under detta avsnitt i tabellerna¹⁹ för svenska och utländska aktier ett allmänt mått på avkastning i form av ett välkänt index (SIX RX respektive MSCI AC World). Av

¹⁸ På sid 32 i årsredovisningen.

¹⁹ På sid 39 respektive 40 i årsredovisningen.

texten framgår att detta index inte utgör Andra AP-fondens benchmark för tillgångslaget²⁰. Dock redovisas relativ avkastning i tabellen mot Andra AP-fondens valda benchmark. För en oinsatt läsare kan detta vara en aning förvirrande, eftersom den relativa avkastningen inte stämmer mot indexavkastningen i tabellen.

Sharpekvot

I den redovisade Sharpekvoten är riskfri ränta satt till 3-månaders Stibor per sista december varje år. Det avviker mot det gemensamma dokumentet ”AP-fondernas Redovisnings- och Värderingsprinciper” som stipulerar att riskfri ränta ska sättas till yield på en 12-månaders statsskuldväxel vid ingången av året. Detta innebär att räntan inte är representativ, dels innehåller Stibor-räntan viss kreditrisk och dels har den en annan löptid än räntan på en 12-månaders statsskuldväxel.

Benchmark

Benchmark för private equity är 11 procent. KPMGs syn är att det saknas en entydig praxis vad gäller val av benchmark för private equity. En del andra aktörer har ett benchmark som består av ett aktieindex med påslag av en riskpremie. Andra AP-fondens fasta avkastningsmål saknar den följsamhet som ett sådant benchmark har, dock bedömer KPMG inte 11 procent som orimligt.

Bedömning

De iakttagelser som KPMG har gjort anses inte påverka redovisad avkastning eller risk på ett sådant sätt att de avviker substantiellt från best practice.

Dock innebär valet av riskfri ränta i Sharpekvoten en smärre avvikelse från best practice. För 2009 innebär detta en mätbar men ändå marginell skillnad mot en Sharpekvot beräknad på en 12-månaders statsskuldväxel som riskfri ränta.

²⁰ Andra AP-fonden använder en mix av fyra olika index för svenska aktier, och tre index för utländska aktier.

4. Tredje AP-fonden

4.1 Kort beskrivning av Tredje AP-fonden

Avsnittet utgör en kort beskrivning av Tredje AP-fonden. Avsnittet är fokuserat på skillnader i förvaltningsmetod som på olika sätt påverkar fondens redovisning av avkastning och risk, dvs. väsentliga frågor ur granskningens perspektiv.

Tredje AP-fondens förvaltning är uppdelad i tre områden; portföljstrategi, marknadsnoterade tillgångar samt alternativa investeringar. Portföljstrategi ansvarar för den övergripande allokeringen på såväl lång som medellång sikt. Marknadsnoterade tillgångar består av en betaförvaltning, indexförvaltning främst genom tillgångsallokering, och en alfaförvaltning, aktiv förvaltning genom kapitallösa mandat. Förvaltningen i marknadsnoterade tillgångar sker i aktier och räntebärande värdepapper. Alternativa investeringar består av private equity, fastigheter och ”nya strategier”.

Fonden har under granskningsperioden gått från en traditionell förvaltningsmodell, där en portfölj med tillgångar vanligtvis innehåller både marknadsrisk (beta) och aktiv risk från de avvikelser man har från index för att försöka generera meravkastning (alfa)²¹. Övergången till den en alfa- och betaseparerad förvaltning implementerades under år 2008, dvs. för hela år 2009 gäller denna förvaltningsmodell inom de marknadsnoterade tillgångarna²². Tredje AP-fonden har därefter under 2009 fortsatt utvecklingen av förvaltningsmodellen. Från och med 2010 görs allokering fullt ut utifrån en struktur baserad på riskklasser istället för tillgångsklasser som tidigare. Båda dimensionerna finns dock kvar men styrelsens övergripande allokeringsbeslut och mandat baseras på riskklasstrukturen. Positioner kan tas så väl genom placering i faktiska tillgångar som genom derivatpositioner i sk overlay-mandat.

Grunden för Tredje AP-fondens tillgångsfördelning såsom den gällde 2009 är en så kallad normalportfölj som är den långsiktiga synen på lämplig tillgångsmix. Jämförelseindex för Tredje AP-fonden baseras på normalportföljens fördelning och beräknas för de marknadsnoterade tillgångarna. Inom de marknadsnoterade tillgångarna arbetar betaförvaltningen mot jämförelseindexet baserat på den övergripande allokeringen nedbruten till marknadsnoterade tillgångar. Övriga delar av verksamheten, alfaförvaltningen, alternativa investeringar samt portföljstrategi arbetar mot absoluta avkastningsmål.

Den valda strategiska fördelningen, dvs. avvikelser från normalportföljens fördelning, implementeras i portföljstrategin. Strategiska positioner implementeras så långt det är möjligt i overlaystrukturer. Alternativa investeringar och strategiska positioner följs upp internt mot definierade avkastningsmål. I jämförelsen mellan portföljens avkastning och jämförelseindex exkluderas alltså alternativa investeringar och strategiska positioner.

²¹ Det finns en trend inom kapitalförvaltande organisationer som syftar till att separera alfa- och betaavkastning. Tredje AP-fonden är en av många organisationer som har valt att implementera en sådan förvaltningsmodell.

²² Dock finns aktiv avkastning även inom betaförvaltningen, då all förvaltning inom denna inte är strikt indexförvaltning.

Värdering av portföljens innehav i noterade aktier och räntebärande värdepapper sker dagligen enligt de gemensamma värderingsprinciper som Första – Fjärde AP-fonden har sammanställt. Fastigheter och private equity värderas två respektive fyra gånger per år. Tredje AP-fonden har 2009 redovisat private equity utifrån den senast tillgängliga värderingen, vilket i merparten av fallen innebär att värderingen är per tredje kvartalet 2009.

Likvida medel inklusive transaktionslikviditet återfinns och hanteras inom respektive tillgångsslag.

4.2 Granskningens ansats och genomförande

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens ansats, vilken data som utgör KPMGs jämförelsemängd i analysen (dvs vilken numerisk information som KPMG har haft som jämförelse) och genomförda analysmoment. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

KPMGs granskning avser följande information som Tredje AP-fonden redovisar i sin årsredovisning 2009:

Totalavkastning efter kostnader 2005 – 2009, %

KPMG har granskat totalavkastningen.

Avkastning per tillgångsslag 2009

KPMG har granskat absolutavkastningen för tillgångsslagen och totalportföljen. Tredje AP-fonden har gjort vissa förenklingar i redovisningen, bland annat framgår inte den strategiska portföljens avkastning. I bidragsanalysen har bidraget från den strategiska portföljen fördelats på de marknadsnoterade tillgångarna.

Avkastning och risk för den marknadsnoterade portföljen

KPMG har granskat avkastningstal och riskmått.

Tabelldel, Femårsöversikt

KPMG har granskat avkastningstal och riskmått.

KPMG har genomfört granskningen genom att göra en analys av processen för att beräkna avkastningsserier och riskmått. Vi har stickprovsvis genomfört kontroller av de beräkningar som ingår i processen och även genomfört rimlighetsbedömningar av avkastningen på portföljer och jämförelseindex samt jämfört dessa med marknadsavkastning. För åren 2005 – 2008 har KPMG granskat portföljavkastning och aktiv avkastning baserade på information från tidigare års granskningar av AP-fonderna.

KPMG har slutligen jämfört resultaten av beräkningarna ovan med de data som presenteras i årsredovisningarna 2004 – 2009.

4.3 Resultat och iakttagelser från granskningen

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens resultat och KPMGs bedömning. Rapporten avser att vara i avvikelseform, vilket innebär att vi redogör för iakttagelser som varit föremål för fördjupad granskning och innebär en potentiell avvikelse från best practice. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

Benchmark och avkastning

De marknadsnoterade tillgångarna är allokerade utifrån normalportföljens fördelning. Eftersom jämförelseindexet för Tredje AP-fonden är baserat på normalportföljens fördelning och endast mäts mot de marknadsnoterade tillgångarna, syns bidraget av den strategiska allokeringen inte i jämförelse mot index. Eventuella positionstaganden från normalportföljens fördelning tas inom strategiska positioner.

I den tidigare förvaltningsmodellen implementerades de strategiska allokeringsbesluten inom de marknadsnoterade tillgångarna, vilket innebär att jämförelseindex anpassades till det strategiska beslutet.²³ För att analysera strategiska allokeringsbeslut, krävs för den tidsperioden en analys av avkastningen i den strategiska portföljen kontra normalportföljen.

De strategiska positionernas bidrag till totalportföljen redovisas endast indirekt i bidragsanalysen genom att de fördelas på de olika tillgångsslagen.

Enligt tillgångsfördelningen i årsredovisningen ingår i posten fastigheter även en portfölj av bostadsobligationer. Bakgrunden är att Tredje AP-fonden på sikt avser att öka investeringarna i fastigheter, och det kapital som allokerats till fastigheter (men ej ännu investerats) tills vidare har placerats i bostadsobligationer. Principiellt är det tveksamt om bostadsobligationer bör redovisas under fastigheter, då bostadsobligationer till allra största delen är bärare av ränte- och kreditrisk, ej pris- och direktavkastningsrisk som är typisk för fastigheter. I 2009 års redovisning ingår dessa bostadsobligationer ur ett avkastningsperspektiv i avkastningen för fastigheter, i 2008 års redovisning ligger bostadsobligationerna ur ett avkastningsperspektiv under strategiska positioner.

Tredje AP-fonden använder enskilda värdepapper som benchmark för portföljens realräntemandat i euro och svenska kronor²⁴. KPMG ser detta som ett udda val av benchmark²⁵, men eftersom portföljens innehav är samma värdepapper, uppstår ingen aktiv avkastning till följd av detta val.

Bedömning

KPMG anser att de iakttagelser som gjorts inte påverkar redovisad avkastning eller risk på ett sådant sätt att de avviker substantiellt från best practice.

²³ I huvudsak i likhet med den aktuella förvaltningsmodellen för Fjärde AP-fonden.

²⁴ Tredje AP-fonden uppger att motivet till att instaka värdepapper använts som index är att det saknas index med önskad duration och sammansättning.

²⁵ Publika index är en sammansättning av ett flertal värdepapper, upp till tusentals, för att representera en viss marknad. Index kan även skräddarsys med ett mindre antal värdepapper, men det är ovanligt att jämföra en portföljvinst med endast ett värdepapper.

Dock är valet av benchmark inom realräntor (SEK och euro) inte förenat med en aktiv förvaltning av en portfölj av realränteobligationer, vilket Tredje AP-fonden bör ta hänsyn till om fonden skulle övergå till en sådan förvaltning.

5. Fjärde AP-fonden

5.1 Kort beskrivning av Fjärde AP-fonden

Avsnittet utgör en kort beskrivning av Fjärde AP-fonden. Avsnittet är fokuserat på skillnader i förvaltningsmetod som på olika sätt påverkar fondens redovisning av avkastning och risk, dvs. väsentliga frågor ur granskningens perspektiv.

I Fjärde AP-fonden sker förvaltning av aktier inklusive onoterade aktier, räntebärande värdepapper och fastigheter.

Fjärde AP-fonden fastställer beslut om en fördelning av tillgångarna på lång sikt via en normalportfölj. På medellång sikt uttrycker Fjärde AP-fonden sin marknadssyn via den strategiska portföljen. Den strategiska portföljens sammansättning och strategiska placeringsbeslut är en stående punkt på dagordningen på styrelsemöten, i praktiken justeras den strategiska portföljen inte vid varje sammanträde. Historiskt har justeringar av den strategiska portföljens tillgångsfördelning skett ungefär en gång per år. Den löpande förvaltningen sker således utifrån den strategiska portföljens fördelning.

Fjärde AP-fondens jämförelseindex har sin utgångspunkt i den strategiska portföljens fördelning. Vikterna på de index som ingår i jämförelseindex tillåts driva med marknadsutvecklingen.

Periodiskt rebalanseras den strategiska portföljen, som utgör förvaltningens jämförelseindex, och normalt sker motsvarande rebalansering av tillgångarna undantaget det positionstagande som sker i den taktiska allokeringen. Det innebär t.ex. att vid marknadens stängning en rebalanseringsdag har den strategiska portföljen och den faktiska portföljen samma fördelning, med ovan nämnda undantag. Rebalanseringen har tidigare skett på i förhand bestämda datum, men under 2008 valde Fjärde AP-fonden istället att rebalansera efter diskretionära beslut av VD baserat på när det fanns tillräckligt goda marknadsförutsättningar för en rebalansering. Sedan april 2009 rebalanserar fonden den strategiska portföljen när skillnaden mellan de drivande och de beslutade vikterna överstiger ett beslutat gränsvärde²⁶.

Fjärde AP-fonden har delat upp avkastningsskillnaden mellan faktisk och strategisk portfölj på tre komponenter:

- Den aktiva förvaltningens resultat. Den aktiva förvaltningen av likvida tillgångar bedrivs i fem mandat: globala aktier, svenska aktier, räntebärande tillgångar, aktiv taktisk allokering och aktiv valutaförvaltning. Den aktiva avkastningen redovisas dels per mandat, dels totalt genom att väga samman mandatens portfölj- och benchmarkavkastning med respektive

²⁶ De drivande vikterna avser den faktiska portföljens fördelning vid varje tidpunkt och beslutade vikter avser fördelningen av den strategiska portföljens jämförelseindex på olika tillgångar.

portföljs marknadsvärde. Därigenom exkluderas eventuella allokeringseffekter mellan de fem mandaten från den aktiva avkastningen, eftersom upprätthållandet av de strategiska tillgångsvikterna är en uppgift för den passiva implementeringen av den strategiska portföljen.

- Implementering av strategisk portfölj. Den avkastningsskillnad som uppkommer vid en passiv förvaltning med den strategiska portföljen som jämförelseindex. De viktigaste bidragen till denna komponent kommer från den strategiska valutasäkringen och den passiva taktiska allokeringens allokeringresultat och kostnader för att spegla den strategiska portföljens tillgångsvikter.
- De illikvida tillgångarnas aktiva resultat.

Fastigheter och alternativa investeringar (de senare i huvudsak onoterade aktier) ingår i både normalportföljen och den strategiska portföljen med sina faktiska vikter, då Fjärde AP-fonden inte anser att det finns möjlighet att löpande styra allokeringen i dessa tillgångslag.

Valutförvaltning sker som en overlay, och avkastningen inom tillgångsslagen presenteras med 100 procent valutasäkring genom en teoretisk valutahedge medan den verkliga valutasäkringen återfinns i overlayen.

Värdering av portföljens innehav i noterade aktier och räntebärande värdepapper sker dagligen enligt de gemensamma värderingsprinciper som Första till Fjärde AP-fonden har sammanställt. Fastigheter och onoterade aktier värderas två alternativt fyra gånger per år. Fjärde AP-fonden valde 2008 att göra en uppskattning av verkliga värden inom onoterade aktier per 31 december 2008, och redovisning av Fjärde AP-fondens avkastning sker utifrån dessa värden. För bokslutet 2009 har Fjärde AP-fonden redovisat onoterade aktier utifrån den senast tillgängliga värderingen, vilket utgör en blandning av värderingar per tredje och fjärdekvartalet.

All tillgänglig likviditet, exklusive likvida medel som har ställts som säkerheter för derivatpositioner, är samlad i en portfölj. Fjärde AP-fonden har en central kassa, men ränteportföljen och taktisk tillgångsallokerings-portföljerna har en viss kassa för att hålla marginalsäkerheter. Aktieportföljerna har inga kassor, utan är fullinvesterade varje dag. Utdelningar (kontanta) går direkt till centrala kassan, men redovisas som ett uttag vilket medför att aktieportföljen får avkastningseffekten²⁷.

Index beräknas för räntebärande värdepapper och aktier på emerging markets aktier baserat på leverantörers indexserier. Inom aktier i övrigt (Sverige och developed markets²⁸) beräknas indexavkastningen i lokal valuta och svenska kronor internt av Fjärde AP-fonden enligt samma principer som används av respektive indexleverantör, dvs. baserat på indexvikter, priser, utdelningar med flera faktorer för i indexen ingående värdepapper. Den valutahedgade indexavkastningen beräknas därefter enligt samma principer som valutahedgade portföljavkastningen. Sedan augusti 2008 exkluderas de värdepapper Fjärde AP-fonden inte kan investera i enligt sin etikpolicy från index. För fastigheter utgörs index av den avkastningen som Vasakronan AB ger. Index för onoterade aktier utgörs av MSCI World Index, Developed, Gross Return med tillägg av fyra procentenheter.

²⁷ Detta avser att belysa en teknisk beräkningsfråga, innebärande att avkastningen som uppstår från utdelningar tillförs aktieportföljerna, trots att de kontanta medel som erhålls tillfaller den centrala kassan.

²⁸ Developed markets kan ses som globala aktier exklusive emerging markets.

5.2 Granskningens ansats och genomförande

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens ansats, vilken data som utgör KPMGs jämförelsemängd i analysen (dvs. vilken numerisk information som KPMG har haft som jämförelse) och genomförda analysmoment. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

KPMGs granskning avser följande information som Fjärde AP-fonden redovisar i sin årsredovisning 2009:

Placeringsstillgångarnas avkastning och fördelning

KPMG har granskat portföljvkastning och aktiv avkastning baserat på information från Fjärde AP-fonden avseende 2009.

Placeringsstillgångarnas avkastning och risk

KPMG har granskat all data avseende 2008 och 2009.

Femårsöversikt

KPMG har granskat portföljvkastning och aktiv avkastning baserat på information rörande 2008 och 2009 samt på information från tidigare års granskningar av AP-fonderna. Till följd av byte av datasystem för beräkning av avkastning och risk på Fjärde AP-fonden tillsammans med datamängdens komplexitet är det förknippat med stora svårigheter att återskapa alla fem år i en uniform databas. Detta har gjort att det ej varit möjligt att stickprovsvis granska historiska avkastningar äldre än 2008 ur den nya datamängden utan granskningen var hänvisad till datamängder från tidigare år.

KPMG har genomfört granskningen genom att göra en analys av processen för att beräkna avkastningsserier och riskmått. Vi har stickprovsvis genomfört kontroller av de beräkningar som ingår i processen och även genomfört rimlighetsbedömningar av avkastningen på portföljer och jämförelseindex samt jämfört dessa med marknadsavkastning.

Vi har slutligen jämfört resultaten av beräkningarna ovan med de data som presenteras i årsredovisningarna 2005 – 2009.

5.3 Resultat av granskning

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens resultat och KPMGs bedömning. Rapporten avser att vara i avvikelseform, vilket innebär att vi redogör för iakttagelser som varit föremål för fördjupad granskning och innebär en potentiell avvikelse från best practice. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

Kassahantering

Fjärde AP-fondens metod att hantera kassamedel innebär å ena sidan en bättre samstämmighet med index, då det senare inte heller har någon kassaposition. Å andra sidan är det marknadspraxis

att redovisa avkastning av en viss tillgång inklusive en transaktionslikviditet. Exempelvis ställer GIPS²⁹ krav på att alla portföljer ska inkludera en transaktionslikviditet.

Portföljstruktur och val av benchmark

Fjärde AP-fonden gör bedömningar av på vilka marknader fonden kan skapa positivt aktiv avkastning. Grunderna för denna bedömning är bland annat likviditet och transaktionskostnader på marknaden och fondens syn på sin komparativa kompetens (dvs. hur mandaten ska utformas för att bäst utnyttja den kompetens fonden besitter). Inom de marknader Fjärde AP-fonden bedömer att aktiv förvaltning inte ger positivt bidrag, sker en passiv förvaltning. Bland annat baserat på dessa bedömningar fattar styrelsen beslut om mandat och index. Jämförelseindex för den strategiska portföljen är konstruerat för att ta hänsyn till Fjärde AP-fondens bedömning om på vilka marknader fonden önskar bedriva aktiv förvaltning på.

Genom att välja den strategiska portföljens fördelning som vikter för jämförelseindex bedömer KPMG att den faktiska portföljens fördelning exklusive taktisk allokering kommer att ligga nära jämförelseindex.

Eftersom fastigheter och onoterade aktier ingår i benchmark med sina faktiska vikter, ger de inte något allokeringstillägg. Fastigheter ger inte heller något bidrag till den aktiva avkastningen, då dess index sätts till portföljavkastningen. Fjärde AP-fonden menar att deras fastighetsförvaltning är en passiv förvaltning som därmed bör ha den egna tillgångens avkastning som index.

KPMGs syn är att Fjärde AP-fondens metodik för att beräkna aktiv avkastning och risk på ett tydligt sätt redovisar olika delförvaltningars resultat. Visst risktagande och avkastningsbidrag ingår dock inte i de aktivt förvaltade tillgångarna³⁰. Den redovisade aktiva avkastningen på aktivt förvaltade likvida tillgångar avser således inte alla likvida tillgångar. Exempel på detta är att

- Avkastningseffekter för implementering av strategisk portfölj ingår inte i aktiv avkastning.
- Fjärde AP-fonden har delportföljer för aktier med särskilda motiv för vissa innehav³¹ som inte ingår i den aktivt förvaltade portföljen.
- Hela utfallet av den strategiska valutaförvaltningen ligger utanför den så kallade aktiva förvaltningen.

Fjärde AP-fondens bedömning om var fonden kan skapa positiv aktiv avkastning ger också upphov till att utformningen av förvaltningsmandat och beräkning av benchmark kan variera inom fonden. Exempel på detta är:

²⁹ Global Investment Performance Standards, en allmänt accepterad standard för redovisning av avkastning inom kapitalförvaltning.

³⁰ Den totalt redovisade avkastningen påverkas dock ej av detta.

³¹ Fjärde AP-fonden nämner att vissa innehav inte kan förvaltas aktivt på grund av fondens ägarstyrningsaktiviteter och bristande likviditet som möjliga motiv till att flytta innehav från de aktivt förvaltade portföljerna till särskilda delportföljer. Avkastning på dessa delportföljer ingår i posten "Implementering av strategisk portfölj mm".

- Förvaltningen av svenska aktier är uppdelat i stora och små bolag³². Vikterna i benchmark mellan dessa två grupper baseras på marknadsvärdet av fondens placeringar i respektive delmandat, vilket innebär att allokeringar mellan dem *inte ger* upphov till aktiv avkastning.
- Förvaltningen av räntebärande värdepapper sker i en gemensam portfölj för statsobligationer och kreditobligationer. Vikterna i benchmark mellan dessa två grupper är fast (vardera 50 procent), vilket innebär att allokeringar mellan dem *ger* upphov till aktiv avkastning. Fördelningen av årsskiftet 2009/2010 var 75 procent kreditobligationer och 25 procent statsobligationer.
- Förvaltningen av den svenska portföljen för små och medelstora bolag innehåller en viss mängd finska, norska och danska aktier, vid årsskiftet 2009/2010 var andelen 7,65 procent.

Fjärde AP-fonden motiverar dessa frihetsgrader med tanke på fondens bedömning av marknadernas likviditet, transaktionskostnader mm enligt ovan som ligger till grund för mandatens utformning.

Den aktiva avkastningen beräknas således på ett urval av delpportföljer som delvis inte följer portföljhierarkin. Det finns även skillnader i frihetsgraderna i mandatens utformning och olika tekniker för att beräkna benchmark för olika mandat, dvs. möjligheterna att ska skapa aktiv avkastning varierar mellan olika mandat. Portföljstrukturen återspeglar sig även i årsredovisningen. Till exempel i avsnittet *Placeringsstillgångarnas avkastning* och risk används en annan bas än i *Femårsöversikt*. Följden är att redovisade avkastningstal och riskmått skiljer sig något åt, vilket läsaren av årsredovisningen bör vara medveten om³³.

Fjärde AP-fondens förvaltningsmodell innebär att allokeringsteamet löpande justerar vikterna för tillgångsslagen – dvs. globala aktier, svenska aktier och räntebärande tillgångar – så att de ligger nära motsvarande tillgångsvikter i jämförelseindex. Avvikelser mellan förvaltd portfölj och jämförelseindex uppkommer därför endast inom de fem aktivt förvaltda likvida portföljerna och inom alternativa investeringar.

Benchmark för onoterade aktier är MSCI World med fyra procentenheters påslag. KPMGs syn är att det saknas en entydig praxis när det gäller val av benchmark för onoterade aktier. En del andra aktörer har ett fast avkastningsmål, men ett sådant mål saknar följsamhet med avkastningen på tillgångarna som kommer att variera. Storleken på påslaget utöver ett aktieindex för marknadsnoterade aktier är en individuell tolkning av riskpremien i onoterade aktier kontra noterade aktier, dock bedömer inte KPMG fyra procentenheter som orimligt.

³² På branschens gängse språkbruk: large cap respektive small cap

³³ Skillnaderna kan hänföras till fondens beslut av vad som ingår i aktivt förvaltda likvida tillgångar.

Bedömning

KPMG anser att de iakttagelser som gjorts inte påverkar redovisad avkastning eller risk på ett sådant sätt att de avviker substantiellt från best practice.

Hanteringen av kassa innebär en smärre avvikelse från best practice, vilket får effekt för beräkning av risk och avkastningssiffror för tillgångsslagen. På totalnivå har detta dock ingen påverkan på beräkning av avkastning och risk.

6. Sjätte AP-fonden

6.1 Kort beskrivning av Sjätte AP-fonden

Avsnittet utgör en kort beskrivning av Sjätte AP-fonden. Avsnittet är fokuserat på skillnader i förvaltningsmetod som på olika sätt påverkar fondens redovisning av avkastning och risk, dvs. väsentliga frågor ur granskningens perspektiv.

Sjätte AP-fonden investerar

- Direkt i små och medelstora företag onoterade eller noterade, via egna direktinvesteringar eller genom saminvesteringar med partners.
- Indirekt genom private equity fonder, aktiefonder och investmentbolag.

Riskpremiemodellen är ett verktyg som Sjätte AP-fondens styrelse använder för att sätta mål och styra med, genom att inför varje år sätta ett estimat på avkastningsmål med stöd av riskpremiemodellen. Ingående parametrar är reporänta med påslag, riskpremie som justeras med beta, illikviditetspremier samt förväntad allokering. Riskpremierna är fasta, men efter årets slut justeras avkastningskravet med faktisk reporänta samt väsentliga allokeringsjusteringar. Inom verksamheten använder sig Sjätte AP-fonden av riskpremiemodellen för framåtblickande investeringsbeslut. Till och med 2008 benämndes summan av ovan nämnda parametrar avkastningskrav, och utöver detta sattes ett mål på ytterligare avkastning, d v s i avkastningsmålet till och med 2008 ingick en överavkastningskomponent. 2009 avskaffades överavkastningskomponenten, och summan av parametrarna kallas avkastningsmål. För att kunna jämföra målsättningen på avkastning över åren bör således avkastningskrav användas för perioden fram till 2008 och därefter avkastningsmål.

Inom förvaltningen kan grupperingar av investeringsobjekten skapas på många olika sätt. Ett investeringsobjekt blir kategoriserat i bland annat tre dimensioner som omfattar sju affärsområden, fem branschsektorer och sex faser. Affärsområde ändras normalt inte för en investering men en investering kan gå från en fas till en annan under investeringens livscykel.

Värderingar av indirekta investeringar sker tertialvis. Sjätte AP-fonden använder IPEVs³⁴ principer som utgångspunkt för värdering av de direktägda innehaven, som värderas årligen. För

³⁴ IPEV: International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines

de indirekta innehaven brukar Sjätte AP-fonden följa förslag till värderingar som kommer från förvaltarna av de fonder Sjätte AP-fonden har investerat i.

Det kapital som inte är investerat inom investeringsverksamheten hanteras av Internbanken.

Alla investeringarna är för bokslutet 2009 värderade per kvartal 4.

I årsredovisningen presenteras olika mått på avkastning:

- Internal Rate of Return (IRR),
- procentuell årlig utveckling av kapital och
- ett avkastningsmått baserat på resultatet genom det genomsnittliga investerade kapitalet.

6.2 Granskningens ansats och genomförande

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens ansats, vilken data som utgör KPMGs jämförelsemängd i analysen (dvs. vilken numerisk information som KPMG har haft som jämförelse) och genomförda analysmoment. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

Vi har granskat Sjätte AP-fonden historiska avkastningssiffror med utgångspunkt i 2009 års årsredovisning.

Sjätte AP-fonden i korthet

KPMG har granskat "Fondkapitalets utveckling" och "Resultat fördelat per segment". Det först nämnda är en beräkning av fondkapitalets procentuella årliga utveckling, det senare är en IRR.

Sjätte AP-fondens utveckling 1997-2009

KPMG har granskat avkastningsutvecklingen, som är en beräkning av fondkapitalets procentuella årliga utveckling såsom årets resultat genom ingående fondkapitalets värde.

Sjätte AP-fondens resultat och fondkapital per affärsområde

KPMG har granskat avkastningen per affärsområde. Vid redovisningen av resultatet per affärsområde är den redovisade avkastningen för affärsområdet resultatet före kostnader genom det genomsnittliga förvaltade kapitalet under året. Fonden har reviderat tidigare siffror innan 2008 så att de årliga avkastningssiffrorna som presenteras är framtagna på samma sätt som beskrivs i föregående mening. Endast den avkastning som presenteras i årsredovisningen 2008-2009 har granskats.

KPMG har i samband med årets granskning fått data direkt från Sjätte AP-fonden avseende samtliga år 2005 – 2009 och årsredovisningen 2009 redovisar avkastningsdata för motsvarande period. Ingen granskning har skett av årsredovisningarna 2005 - 2007.

6.3 Resultat av granskning

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens resultat och KPMGs bedömning. Rapporten avser att vara i avvikelseform, vilket innebär att vi redogör för iakttagelser som varit föremål för fördjupad granskning och innebär en potentiell avvikelse från best practice. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

Avkastningsberäkning

Eftersom Sjätte AP-fonden är en sluten fond utan in eller utbetalningar motsvaras den procentuella årliga utvecklingen av fondkapital av en så kallad Time Weighted Return (TWR) avkastningsberäkning, en avkastningsberäkning som är vanlig inom kapitalförvaltningsbranschen. I det fall en jämförelse görs mot andra aktörer är det således denna uppgift som kan betraktas som jämförbar.

Sjätte AP-fonden använder sig av IRR (Internal Rate of Return) för presentation av avkastning per segment. IRR är ett vanligt avkastningsmått inom private equity branschen. Som jämförelse presenteras riskpremiemodellens avkastningsmål, en annualiserad avkastning baserad på historiska årsvärden.

För presentation av avkastning för de olika affärsområdena har Sjätte AP-fonden valt att presentera dessa som en procentuell avkastning baserat på affärsområdets resultat före kostnader genom det genomsnittliga förvaltade kapitalet under året. Som avkastningsmått är detta ovanligt inom den finansiella branschen, och motsvarar inte TWR. Den avkastning som presenteras bör inte jämföras med andra aktörer, utan endast mellan de olika affärsområdena och över åren. Till följd av att kapitalet inom affärsområdena är relativt stabilt, torde dock avvikelsen mot en sann TWR inte vara alltför stor.

Benchmark

Riskpremiemodellen ger ett avkastningsmål som utgår från riskfri ränta och därefter har olika riskpåslag för en specifik investering beroende på de olika egenskaper som investeringsobjektet har. Modellen har olika påslag beroende på om investeringen är noterad eller onoterad, bransch, fas och belåningsgrad. Riskpåslagen innehåller ett visst mått av subjektivitet, till exempel justeras riskpremien med fasta faspåslag. Dessa är uppskattningar av Sjätte AP-fonden eftersom det saknas tillförlitliga källor på vilka påslag som är rimliga för de olika faserna. Den riskfria ränta som används är Riksbankens reporänta som justeras i efterhand vid utvärdering för att motsvara faktiskt utfall av reporäntan. KPMGs syn är att reporäntan har konjunkturcyklisk koppling.

Bedömning

KPMG anser att de iakttagelser som gjorts inte påverkar redovisad avkastning eller risk på ett sådant sätt att de avviker substantiellt från best practice.

Till följd av Sjätte AP-fondens karaktär och uppdrag kan olika normer användas, vilket också sker. Läsaren av årsredovisningen bör vara medveten om att avkastningsmått som presenteras har olika beräkningsgrunder. Man bör ta hänsyn till vilket sätt som avkastningen har beräknats för att veta vad det är för avkastning som erhållits.

KPMGs bedömning är även att riskpremiemodellen har ett begränsat värde i en kortsiktig utvärdering av fondens resultat. Detta beror enligt KPMG på att modellen innehåller subjektiva och konjunkturcykliska inslag.

7. Sjunde AP-fonden

7.1 Kort beskrivning av fonden

Avsnittet utgör en kort beskrivning av Sjunde AP-fonden. Avsnittet är fokuserat på skillnader i förvaltningsmetod som på olika sätt påverkar fondens redovisning av avkastning och risk, dvs. väsentliga frågor ur granskningens perspektiv.

Sjunde AP-fonden förvaltar fonderna Premiesparfonden och Premievals-fonden. Inom fonderna förvaltas aktier, private equity, räntebärande värdepapper, valuta samt hedgefonder. Internt förvaltas allokering av tillgångsslagen, räntebärande värdepapper, den svenska aktiva förvaltningen samt valutasäkringen. Övrig förvaltning sker i extern regi. Sjunde AP-fonden har valt att i regel valutasäkra 50 procent av valutaexponeringen i de stora valutorna (euro, pund, dollar och yen). Undantagen är hedgefonder som valutasäkras till 100 procent samt övriga valutor som inte valutasäkras alls. Valutaexponeringen förvaltas aktivt vilket innebär att man kan avvika från denna exponering. Fonden beräknar dagligen klockan 16.00 NAV-kurser för sina fonder, det är till dessa NAV – kurser som PPM köper eller säljer andelar i fonderna. Kursernas avkastning redovisas i årsredovisningen tillsammans med avkastningsserier beräknade på kurser från respektive marknads stängning.

Premievals-fonden är öppen för insättning av PPM-sparare medan Premiespar är stängd och har endast ickevals sparare med i portföljen.

Sjunde AP-fonden har under granskningsperioden gått från en traditionell förvaltningsmodell, där en portfölj med tillgångar vanligtvis innehåller både marknadsrisk (beta) och aktiv risk från de avvikelser man har från index för att försöka generera meravkastning (alfa), till ett nytt angreppssätt i vilket fonden strävar efter att separera dessa begrepp. Separeringen innebär att ett förvaltningsmandat förvaltar efter index och ett annat mandat försöker generera meravkastning utöver index³⁵.

7.2 Granskningens ansats och genomförande

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens ansats, vilken data som utgör KPMGs jämförelsemängd i analysen (dvs. vilken numerisk information som KPMG har haft som jämförelse) och genomförda analysmoment. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

I årsredovisningen 2009 presenteras avkastning och riskdata för både NAV-kurs och stängningskursberäknade performance serier, samt ett antal riskmått. KPMG har granskat

³⁵ I likhet med Tredje AP-fonden.

avkastning beräknat på NAV-kurser och stängningskurser, portföljernas standardavvikelse, aktiv risk, informationskvot och Sharpekvot baserat på stängningskurser samt avkastning på index.

7.3 Resultat av granskning

Detta avsnitt utgör en redogörelse för granskningens resultat och KPMGs bedömning. Rapporten avser att vara i avvikelseform, vilket innebär att vi redogör för iakttagelser som varit föremål för fördjupad granskning och innebär en potentiell avvikelse från best practice. För fler detaljer kring avgränsningar se avsnitt 1.3 ovan.

Risk

Vid 2008 års granskning noterades att i förmögenhetsbasen för beräkning av risk för totalportföljen ingår illikvida tillgångar, såsom private equity. Marknadsvärden på private equity uppdaterades inte dagligen utan 2 till 4 gånger per år. Eftersom marknadsvärdet för de illikvida tillgångarna inte uppdateras lika ofta som övriga tillgångar påverkas beräkningen av risk, exempelvis standardavvikelse. Vid beräkning av risk för totalportföljen, där de illikvida tillgångarna har medräknats, innebär detta i normalfallet att risken blir något underskattad enligt KPMGs bedömning. På motsvarande sätt blev ett mått som aktiv risk ej heller fullt representativt som mått för den avvikelse man har från index. Sjunde AP Fonden har under 2009 valt att prognostisera avkastningen på private equity med indexet Eurostoxx 50 i avsaknaden av prisinformation för private equity under den löpande värderingen av fonderna. När priserna inkommer för private equity sätts värdena om till den nya nivån, och sedan prognostiseras värderingen av innehaven återigen Eurostoxx 50 fram till nästa officiella värdering. Detta bedöms inte vara en orimlig ansats för att approximera värdeutvecklingen och volatilitet för tillgångsslaget, dock bör utfallet av metodens precision att prognostisera värdeutvecklingen utvärderas.

Benchmark

Sjunde AP-fonden beslutar om en fördelning av tillgångarna via en normportfölj, som är deras långsiktiga tillgångsfördelning för respektive fond. Normportföljen visar den strategiska fördelningen av fondernas tillgångsslag. Sjunde AP-fondens jämförelseindex har sin utgångspunkt i den strategiska portföljens fördelning, innebärande att på morgonen en rebalanseringsdag har den strategiska portföljen och den faktiska portföljen exakt samma fördelning. Den faktiska portföljens och jämförelseindexets vikter tillåts sedan driva med avkastningen. Rebalanseringar av portföljen kan ske mellan de strategiska besluten om ett tillgångsslag har över eller underskridit en limit. Generellt ändras därmed index i samband med att den strategiska portföljen rebalanseras. Eventuella bidrag från strategiska allokeringar fångas därmed ej upp gentemot jämförelseindex.

När Sjunde-AP fonden beräknar Sharpekvoten använder de ett snitt av Repo-räntan under perioden som riskfri ränta till grund för beräkningen. Denna ränta är ej möjlig att placera i och visar därmed inte på en möjlig alternativ placeringsränta. Den är dessutom lägre än noterade marknadsräntor såsom statsskuldsväxlar vilket ger en något högre kvot än som annars vore fallet. Ett alternativ till reporänta är att använda sig av 12 månaders ränta på statsskuldsväxlar vid ingången av året för att få fram en alternativ, investeringsbar riskfri ränta. Under 2009 presenteras

en kvot på 2,4 i årsredovisningen för Premievals-fonden, en överskattning om 0,1 jämfört med denna metod. För PremieSparfonden hamnar differensen inom avrundningen.

Under perioden 2005 fram till 15 maj 2007 har Sjunde AP-fonden för private equity använt sig av samma index som för den globala aktieförvaltningen. Ett rimligt antagande är att en investerare bör kräva högre avkastning i ett tillgångsslag som har sämre likviditet jämfört med ett annat. Sjunde AP-fonden har efter 15 maj 2007 anammat detta och har numera ett index som består av det globala avkastningsindexet plus fyra procent. Detta index är ur denna synvinkel mer representativt. KPMGs syn är att det saknas en entydig praxis när det gäller val av benchmark för private equity. En del andra aktörer har ett fast avkastningsmål, men ett sådant mål saknar följsamhet med avkastningen på tillgångarna som kommer att variera. Storleken på påslaget utöver ett aktieindex för marknadsnoterade aktier är en individuell tolkning av riskpremien i private equity kontra aktier, dock bedömer inte KPMG fyra procentenheter som orimligt.

Under perioden 2005 fram till 15 maj 2007 har fonden använt sitt egenkonstruerade kassaindex som benchmark gentemot hedgefundsplaceringarna. Approximativt så avkastar kassaindexet i närheten av den korta räntemarknaden dvs. i närheten av stadsskuldsväxlar. För den ökade risken som det torde innebära att investera i hedgefonder gentemot att investera i korta räntebärande värdepapper, bör investeraren förvänta sig en högre avkastning. Detta har Sjunde AP-fonden uppmärksammat och ändrade detta index per 15 maj 2007 till ett obligationsindex plus 2 procent.

Bedömning

KPMG anser att de iakttagelser som gjorts inte påverkar redovisad avkastning eller risk på ett sådant sätt att de avviker substantiellt från best practice

Dock innebär Sjunde AP- val av riskfri ränta i sin beräkning av Sharpekvot en smärre avvikelser. Den valda räntan är inte ett realistiskt placeringsalternativ och den redovisade Sharpe kvoten blir något högre än vad som annars vore fallet enligt KPMGs bedömning.