

Regeringens skrivelse

2007/08:130



Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2007 Skr.

2007/08:130

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 22 maj 2008

Fredrik Reinfeldt

Mats Odell
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen lämnar regeringen en redovisning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) verksamhet t.o.m. 2007. I redovisningen ingår bl.a. en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar 2007, en utvärdering av styrelsernas förvaltning i ett längre perspektiv och en bedömning av fondernas operativa verksamhet under femårsperioden 2003–2007.

Sammanställningen av AP-fondernas årsredovisningar visar att resultatet för buffertfonderna sammantagna, dvs. Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna, uppgick till 36,6 miljarder kronor 2007. Förutom resultatet påverkades buffertkapitalet av ett positivt nettoinflöde av pensionsavgifter utöver pensionsbetalningar. Det summerade buffertkapitalet uppgick vid årets utgång till 898,5 miljarder kronor, vilket var 40,6 miljarder kronor mer än året innan.

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

AP-fond	2007	2006	2005	2004	2003	Genomsnitt
Första	4,6	9,6	17,4	11,2	16,3	11,7
Andra	4,0	12,8	18,5	11,4	17,7	12,8
Tredje	5,0	9,5	17,7	11,2	16,2	11,8
Fjärde	2,4	10,4	16,8	10,5	16,8	11,3
Sjätte	13,1	13,8	8,9	8,6	10,7	11,1
Totalt	4,2	10,7	17,4	10,9	16,4	11,8

Buffertfondernas samlade resultat uttryckt som avkastning var 4,2 procent under 2007. Till följd av en genomgående positiv

börsutveckling uppgick den genomsnittliga avkastningen under femårsperioden 2003–2007 till 11,8 procent per år, vilket motsvarar en real avkastning om 10,2 procent per år.

Regeringens utvärdering av AP-fondernas förvaltning omfattar styrelsernas strategiska beslut och fondernas operativa förvaltning i förhållande till styrelsernas mål och instruktioner. Styrelsernas strategiska beslut och instruktioner har erfarenhetsmässigt störst betydelse för fondernas långsiktiga avkastning och därmed för fondernas uppdrag att vara till nytta för pensionssystemet. De strategiska besluten utvärderas över en längre horisont, medan AP-fondernas operativa förvaltning utvärderas över femårsperioden 2003–2007.

På en övergripande nivå kan noteras att buffertfonderna har bidragit till pensionssystemets finansiering genom att fondernas samlade avkastning har överträffat den årliga uppräkningsindexen av inkomstindex. Vid minst två tillfällen sedan 2001 har denna avkastning dessutom bidragit till att kortsiktigt upprätthålla inkomstpensionssystemets finansiella stabilitet.

En separat analys av Första–Fjärde AP-fonderna indikerar att tre av fyra fonder har levererat en långsiktig avkastning som kan bedömas ha varit konkurrenskraftig eller mycket konkurrenskraftig. Alla fyra fonder har bidragit till pensionssystemets finansiering också individuellt eftersom avkastningen för var och en av Första–Fjärde AP-fonderna har överträffat inkomstindex. Den operativa förvaltningen kan sammantaget betecknas som mindre framgångsrik, eftersom bara en av Första–Fjärde AP-fonderna kan redovisa ett operativt resultat i närheten av målet under femårsperioden 2003–2007.

Regeringen anser att kostnaderna för att administrera ålderspensionen är betydande och har ökat markant jämfört med kostnaderna före reformen. Regeringskansliet kommer att inleda ett särskilt arbete för att precisera behovet av effektivisering och rationalisering av AP-fonderna inklusive översyn av placeringsregler. Översynen är tänkt att ligga till grund för en diskussion i Pensionsgruppen, som har i uppgift att vårda pensionsöverenskommelsen. Pensionsgruppen ska överväga om det, bl.a. mot bakgrund av de ökade kostnaderna, finns skäl att se över nuvarande regler för AP-fonderna.

Sjätte AP-fonden har ett, jämfört med övriga buffertfonder, specialiserat uppdrag att investera i små och medelstora onoterade bolag som huvudsakligen ska vara svenska. Eftersom Sjätte AP-fonden har obegränsade möjligheter att investera i onoterade bolag, har fondens innehav av sådana bolag analyserats särskilt. Den långsiktiga avkastningen kan sammantaget bedömas vara tillfredsställande, medan fondens totala avkastning överstiger målet med bred marginal i ett femårigt perspektiv, vilket kan bedömas vara ett gott resultat.

Sjunde AP-fondens förvaltning av Premiesparfonden och Premievalsfonden har uppnått en avkastning under femårsperioden 2003–2007 som överträffar avkastningen för var och en av övriga AP-fonder, men inte för genomsnittet av alla fonder som kan väljas inom premiepensionssystemet (PPM-index). Däremot har Sjunde AP-fonden överträffat PPM-index under den längre perioden sedan förvaltningen av Premiesparfonden och Premievalsfonden inleddes hösten 2000.

1	Inledning	5
2	Utvecklingen på de finansiella marknaderna	7
2.1	Bakgrund	7
2.2	Utvecklingen på de finansiella marknaderna 2003– 2007	7
2.2.1	Börsutvecklingen	8
2.2.2	Ränteutvecklingen	9
2.2.3	Valutautvecklingen	11
3	AP-fonderna och ålderspensionssystemet	13
3.1	Det allmänna ålderspensionssystemet	13
3.1.1	Närmare om inkomstpensionssystemet	14
3.2	Ålderspensionssystemet 2007	15
3.2.1	Inkomstpensionssystemet	15
3.2.2	Premiepensionssystemet	16
3.3	AP-fondernas uppbyggnad	17
3.3.1	Historik	17
3.3.2	Buffertfondernas roll i inkomstpensionssystemet	18
3.3.3	Sjunde AP-fondens roll i premiepensionssystemet	22
3.4	Buffertfondernas samlade resultat	23
4	AP-fondernas redovisade resultat	28
4.1	Första–Fjärde AP-fonderna	28
4.1.1	Första AP-fondens resultat	28
4.1.2	Andra AP-fondens resultat	30
4.1.3	Tredje AP-fondens resultat	32
4.1.4	Fjärde AP-fondens resultat	35
4.2	Sjätte AP-fonden	37
4.3	Sjunde AP-fonden	40
4.4	Avvecklingsfonderna	42
5	Utvärdering av AP-fondernas verksamhet	43
5.1	AP-fonderna i pensionssystemet	44
5.2	Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning	47
5.2.1	Strategiska beslut	47
5.2.2	Operativ förvaltning	59
5.2.3	Övriga förvaltningsfrågor	63
5.3	Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning	66
5.3.1	Strategiska beslut	66
5.3.2	Operativ förvaltning	70
5.4	Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning	72
5.4.1	Strategiska beslut	72
5.4.2	Operativ förvaltning	74
	Bilaga 1 Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna	76
	Bilaga 2 Årsredovisning för Första AP-fonden	
	Bilaga 3 Årsredovisning för Andra AP-fonden	

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

Skr. 2007/08:130

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträdet 22 maj 2008

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

Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna förvaltar fördelningssystemets buffertkapital och kan därför sägas vara buffertfonder. Buffertkapitalet ingår bland pensionssystemets tillgångar tillsammans med avgiftstillgången, som i sin tur motsvarar värdet av framtida pensionsavgifter. Buffertfonderna utjämnar svängningar i flödet av pensionsavgifter och pensionsbetalningar och förväntas därutöver bidra till pensionssystemets långsiktiga finansiering. Med början omkring 2010 förväntas pensionsbetalningarna beloppsmässigt överstiga pensionsavgifterna, vilket då kommer att ställa krav på årliga nettotillskott från buffertfonderna. Sjunde AP-fonden förvaltar, tillsammans med ett stort antal privata fondförvaltare, premiepensionssystemets fonderade kapital.

Första–Fjärde AP-fonderna fick nya uppdrag 2000 med verkan fr.o.m. 2001. Som ett led i reformerna på pensionsområdet har fondernas roll som buffert och långsiktig finansiär av inkomstpensionen renodlats. Fondernas styrelser fastställer mål och riktlinjer för verksamheten på basis av lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och dess förarbeten (prop. 1999/2000:46). Eftersom reglerna är desamma har Första–Fjärde AP-fonderna identiska uppdrag. Var och en av dessa förvaltar blandade och väl spridda globala portföljer bestående av aktier, räntebärande instrument och onoterade tillgångar.

Den i skrivelsen aktuella perioden t.o.m. 2007 omfattar delperioder med varierande förutsättningar – först en period av omfattande börsoro under de första åren efter reformen, därefter återhämtning med generellt stigande aktiekurser under 2003–2006, slutligen en mer blandad utveckling under 2007. AP-fondernas avkastning under hela perioden efter reformen kan konstateras ha varit i linje med pensionssystemets mål. Buffertfondernas summerade avkastning sedan 2001 översteg inkomstindex som är bestämmande för den årliga uppräkningsgraden av fördelningssystemets övriga tillgångar samt skulder, och har därmed bidragit till systemets finansiering. Sjunde AP-fondens avkastning överträffar med liten marginal genomsnittet av valbara fonder inom premiepensionssystemet sedan starten 2000, dock inte under den senaste femårsperioden.

Eftersom AP-fonderna har bedrivit verksamhet enligt nuvarande regelverk under sju år eller mer, kan utvärderingen ges en ändamålsenlig inriktning. Styrelsernas strategiska beslut utvärderas i ett långsiktigt perspektiv bl.a. med stöd av absoluta jämförelsenormer i form av ett stort antal alternativa placeringsstrategier eller inkomstindex. Sjätte AP-fondens långsiktiga avkastning belyses med stöd av en fördjupad

analys av fondens onoterade portfölj. Resultatet av AP-fondernas operativa förvaltning utvärderas över en femårig horisont.

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

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

2.1 Bakgrund

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

Vid utvärdering av styrelsernas strategiska beslut bör perioden för utvärdering vara lång, dock inte så lång som fondernas egen placeringshorisont eftersom det i så fall skulle vara alltför sent att vidta eventuella korrigerande åtgärder. Även det faktum att ledamöterna i AP-fondernas styrelser ersätts efter viss tid talar för att perioden för utvärdering av strategiska beslut trots allt bör vara begränsad. Dock kan en utvärdering av styrelsernas strategiska beslut inte upphöra att alltjämt ta hänsyn till fondernas placeringshorisont, som den framgår av pensionssystemets åtagande.

Vid utvärdering av AP-fondernas operativa förvaltningsresultat jämförs portföljernas avkastning med avkastningen på de marknader där fonderna placerat medel. En marknadsvärdering av tillgångarna medför att resultatet kan variera kraftigt från år till år som ett resultat av temporära svängningar i marknadspriserna. Sett över en längre period tenderar sådana tillfälliga fluktuationer i resultatet att utjämnas. Utvärderingsperioden bör därför sträcka sig över flera år. En alltför lång utvärderingsperiod kan dock försvaga kopplingen mellan prestation och utfall och medföra incitamentsproblem i förvaltningen, varför femåriga perioder har befunnits vara en lämplig avvägning (bilaga 1). Redogörelsen i följande avsnitt avgränsas därför i huvudsak till den senaste femårsperioden.

2.2 Utvecklingen på de finansiella marknaderna 2003–2007

Förenta staterna och resten av världen har uppvisat en relativt stark ekonomisk tillväxt under perioden 2003–2007. År 2003–2005 var det Förenta staterna som fungerade draglok i västvärlden och Europa hade en mer dämpad utveckling. Under 2006–2007 svängde pendeln, genom att Förenta staterna bromsade in samtidigt som tillväxten tilltog i Europa.

Riskpremierna föll kraftigt under periodens fyra första år vilket bidrog till att avkastningen på aktier ökade. Som en följd av en växande oro för situationen på den nordamerikanska kreditmarknaden började dock riskpremierna att på nytt stiga i början av 2007, vilket medförde en dämpande effekt på utvecklingen på de finansiella marknaderna.

Under perioden 2003–2006 föll ränteskillnaderna mellan stats- och företagsobligationer från höga till historiskt låga nivåer. Bland annat bidrog ett ökat förtroende för centralbankernas inflationsmål till att löptidspremierna föll, dvs. investerare krävde mindre betalt för att köpa långa obligationer eftersom variationen i inflationen bedömdes ha minskat. På senare år har sannolikt även ökade kapitalflöden från de

olja producerande länderna bidragit till att pressa obligationsräntorna. Höga oljepriser har bidragit till stora inkomster för de oljeproducerande länderna som i stor utsträckning placerats på de internationella obligationsmarknaderna.

Under 2007 skedde ett trendbrott med kraftigt ökade ränteskillnader mellan stats- och företagsobligationer. Den snabbt växande bolånekrisen i Förenta staterna fick allt större påverkan och började smitta av sig på företagsobligationsmarknaden, vilket fick som följd att räntorna på företagsobligationer steg snabbt.

2.2.1 Börsutvecklingen

Efter toppnoteringar på börsen i mars 2000 inleddes en nedgång som kom att bli både djup och långvarig. En global konjunkturavmattning, skandaler och konkurser i amerikanska företag (Enron och Worldcom), Irakkonflikten samt vinstvarningar från ett flertal stora teknikföretag bidrog till kraftiga börsnedgångar under 2001 och 2002. Först efter tre år bröts en av de värsta börsnedgångarna i historien.

Utvecklingen vände under 2003 och världens aktiemarknader steg kraftigt. Ljusare konjunkturutsikter, företagens sanerade balansräkningar och senarelagda investeringsplaner bidrog till att företagsvinsterna började öka. Den cykliska återhämtningen i aktiepriserna förstärktes av det låga ränteläget och den allt lägre riskaversionen. Något som också bidrog starkt positivt till det gynnsamma börsklimatet var effekterna av globaliseringen. På kort tid har globaliseringen möjliggjort en kraftig expansion i utbudet av arbetskraft för världens marknadsekonomier. Globaliseringen är också en viktig förklaring till låg inflation och till den kreditexpansion som skedde. Kreditexpansionen och låga räntor möjliggjorde i sin tur att det gick att motivera stora företagsförvärv med höga budpremier. Sammantaget fanns det goda förutsättningar för en stark aktiemarknad och som ett resultat steg världens börser fram till och med 2006.

Under första halvåret 2007 fortsatte den globala konjunkturen att utvecklas väl. Den nordamerikanska inbromsningen komprimerades av en stark tillväxt i Asien och en allt starkare europeisk ekonomi. Samtidigt började de historiskt mycket låga marknadsräntorna att stiga som en följd av en ökad oro för global inflation.

I början av andra halvåret 2007 skedde en dramatisk scenförändring. Allt högre oljepriser började påverka inflationen samtidigt som man kunde se tydliga tecken på problem inom delar av den nordamerikanska bolånesektorn. En stigande osäkerhet på marknaden bidrog till att höja riskpremien och därmed marknads avkastningskrav.

Stockholmsbörsen, som steg med närmare 37 procent 2005 och med 29 procent 2006, utvecklades starkare än flertalet börser i jämförbara länder. Mycket stark produktivitets- och vinsttillväxt i företagen i kombination med låga obligationsräntor och effekterna av 2005 års kronförsvagning, mot den amerikanska dollarn, bidrog till den starka börsutvecklingen i Sverige. Med en BNP-tillväxt på 4,4 procent var Sverige ett av de länder som växte snabbast i OECD under 2006, samtidigt som inflationen var fortsatt återhållen och penningpolitiken tydligt expansiv. Efter fyra års

börsuppgång vände utvecklingen. En anledning till nedgången på Stockholmsbörsen 2007 var den växande internationella oron som smittade av sig genom höjda avkastningskrav och räntor. En annan anledning var att en svag dollar började påverka svensk exportindustri negativt. En tredje anledning var den påverkan som Ericsson har på de svenska börsindexen på grund av dess marknadsvikt. Ericsson, som föll med nästan 45 procent under 2007, drabbades av att telekomindustrin bromsade in kraftigt medan konsekvenserna för aktiekursen förstärktes av att bolagets kommunikation mot aktiemarknaden i början av året hade lett till alltför högt ställda förväntningar.

Tabell 2.1 Aktiemarknadernas avkastning 2003–2007 (procent p.a.).

	2007	2006	2005	2004	2003	Genomsnitt
Sverige	-2,6	28,7	36,7	21,3	34,2	22,8
Europa	6,5	19,6	25,5	12,7	20,3	16,7
USA	6,0	15,3	5,7	10,7	29,1	13,1
Japan	-10,1	7,3	44,7	10,9	23,0	13,7
Tillväxtmarknader	33,5	28,9	35,8	16,4	46,7	31,9
Världen	5,2	16,1	16,3	11,8	25,5	14,8

Not. Avkastning inklusive aktieutdelningar i lokal valuta. SIX portfolio return index (Sverige), Europe MSCI gross return index, USA MSCI gross return index, Japan MSCI gross return index, MSCI, Free Index, Gross Total Return (tillväxtmarknader), World MSCI gross return index.

Källa: EcoWin.

2.2.2 Ränteutvecklingen

Efter en lång period (2000–2003) av fallande marknadsräntor i världen befann sig räntorna i allmänhet, och Förenta staterna i synnerhet, på relativt låga nivåer i början av 2003. Därefter har marknadsräntorna rört sig i ett förhållandevis snävt intervall. Från 2003 till mitten av 2007 steg de nordamerikanska marknadsräntorna, medan de europeiska räntorna föll under åren 2004 och 2005 för att sedan stiga fram till utgången av 2007. Fallande räntor motsvaras av stigande priser på obligationer och avkastningen på obligationsstocken har därför varit förhållandevis hög i Europa 2003–2005 för att därefter vara förhållandevis låg 2006 och 2007. Avkastningen på obligationer var förhållandevis låg i Förenta staterna fram till mitten av 2007 då marknadsräntorna började falla på grund av flykt till mindre riskfyllda tillgångar och klara tecken på en konjunkturavmattning.

Tabell 2.2 Statsobligationsmarknadernas avkastning 2003–2007 (procent p.a.).

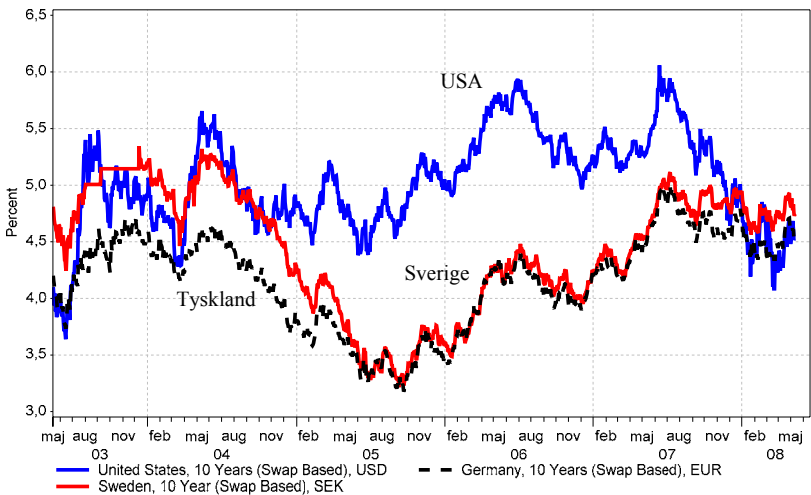
	2007	2006	2005	2004	2003	Genomsnitt
Sverige	1,6	1,1	5,4	8,6	5,0	4,3
Tyskland	2,0	-0,2	5,2	7,4	3,9	3,6
USA	9,2	3,1	2,9	3,7	2,4	4,3
Tillväxtmarknader	6,3	9,9	10,7	11,7	25,7	12,7

Not. Avkastning i lokal valuta. JP Morgan Government Bond index, EMBI Global. Källa: EcoWin.

I mitten av 2003 började effekterna av massiva stimulansåtgärder från bl.a. Federal Reserve att tydligt märkas i den nordamerikanska ekonomin och det kom många tecken på att Förenta staterna var inne i en stark

konjunkturuppgång. Samma år blev det även klart att Federal Reserve skulle inleda en åtstramning av penningpolitiken och de nordamerikanska marknadsräntorna började stiga. Under perioden 2004–2006 höjde Federal Reserve styrräntan med sammanlagt 4,25 procentenheter till 5,25 procent. Däremot fortsatte de europeiska obligationsräntorna att falla fram till slutet av 2005. En viktig anledning till tudelningen var att det fanns tydliga skillnader i tillväxten mellan Europa och Förenta staterna. I september 2005 nådde obligationsräntorna en botten även i Europa för att därefter stiga 2006 och 2007. Uppgången var en följd av tilltagande tillväxt och stigande inflationsförväntningar. Både ECB och Riksbanken höjde styrräntorna.

Figur 2.1 Tioåriga obligationsräntor i Sverige, Tyskland och USA 2003–2007 (procent).



Under våren 2007 kunde man även se de första tecknen på problem inom delar av den nordamerikanska bolånesektorn (det s.k. subprime-segmentet).

Figur 2.2 Ränta på nordamerikanska bostadslån med hög risk jämfört med statsobligationer 2007.

Skr. 2007/08:130



Problemen inom bolånesektorn förvärrades snabbt och började sprida sig till andra segment av kreditmarknaden (företagsobligationer). En av de första spridningseffekterna var från krediter med låg kreditvärdighet (subprime) till marknaden för kortfristiga företagscertifikat säkerställda av långfristig utlåning mot framför allt den nordamerikanska bostadssektorn. När de kortfristiga finansierarna insåg att den här typen av utlåning inte var så säker som man tidigare trott minskade finansieringsviljan snabbt. Många banker hade formella åtaganden att garantera finansieringen till bostadssektorn och därför spreds problemen vidare till bankerna. En kombination av redan utfäst utlåning och krympande kapitalbas, på grund av kreditförluster, satte stor press på bankerna och till slut tvingades Federal Reserve att agera, dels genom att sänka styrräntan, dels genom att tillföra likviditet till banksystemet i form av utlåning. I slutet av 2007 blev det klart att många bankers försvagade kapitalbaser försvårade eller till och med omöjliggjorde ny utlåning under gällande kapitaltäckningsregler, vilket tvingade bl.a. ett antal stora banker att genomföra nyemissioner.

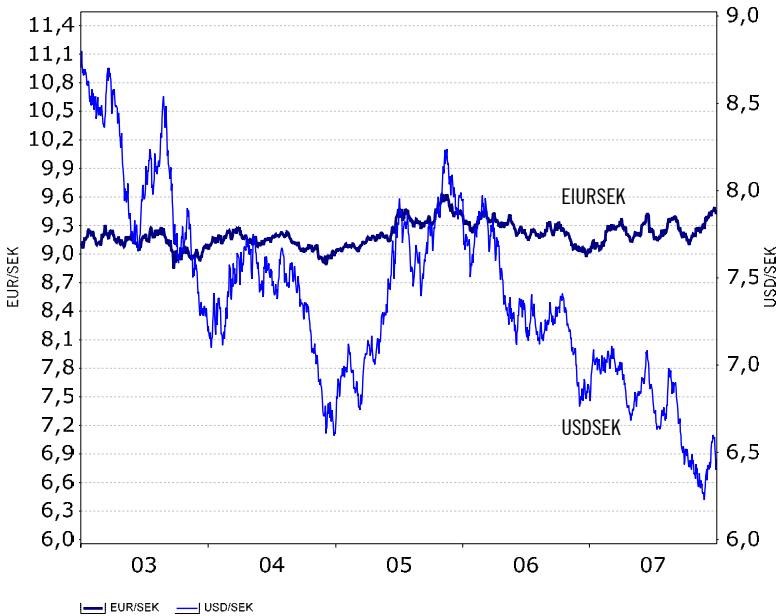
2.2.3 Valutautvecklingen

Den svenska kronan har under åren 2003–2007 haft en relativt stabil växelkurs mot euron och en tydlig apprecierande trend mot dollarn. Utvecklingen har framför allt drivits av den svaga dollarutvecklingen.

Under 2003 och 2004 försvagades dollarn trots den relativt höga tillväxttakten i Förenta staterna, vilket sannolikt berodde bl.a. på en ökad uppmärksamhet på de stora bytesbalans- och budgetunderskotten.

Figur 2.4 Kronan mot euron och US-dollarn 2003–2007.

Skr. 2007/08:130



Under 2005 stärktes USA-dollarn temporärt mot andra valutor, däribland euro och yen. Orsaker till dollarförstärkningen var en växande räntedifferens mellan Förenta staterna och euroområdet samt en fortsatt stabil nordamerikansk tillväxt. I Förenta staterna steg korta räntor i takt med att centralbanken höjde styrräntan. Samtidigt bidrog lägre europeiska obligationsräntor till att räntedifferensen mellan Europa och Förenta staterna ökade även på långa löptider. Den relativt sett högre tillväxten i Förenta staterna bidrog till att kapitalinflödet från utländska investerare till nordamerikanska portföljtillgångar och direktinvesteringar ökade under 2005, med positiva effekter på dollarn.

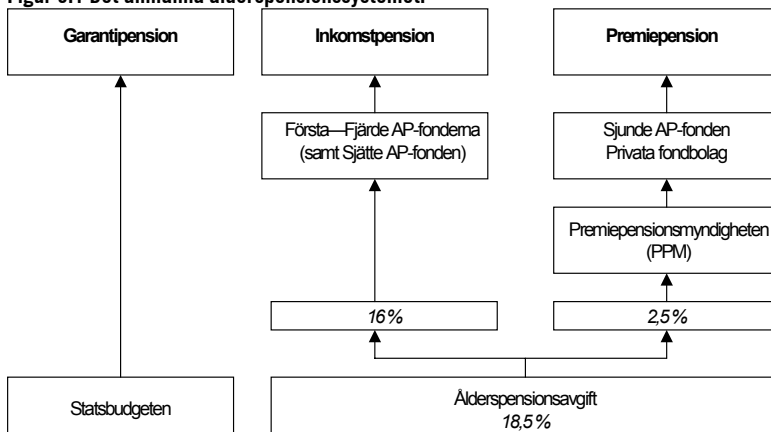
Under 2006 och 2007 försvagades dollarn åter. En inbromsning i den nordamerikanska ekonomin, en krympande räntedifferens mellan Förenta staterna och Europa, och en ökad oro för de stora nordamerikanska bytesbalans- och budgetunderskotten var sannolikt de tre viktigaste faktorerna till dollarförsvagningen.

3.1 Det allmänna ålderspensionssystemet

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

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

Figur 3.1 Det allmänna ålderspensionssystemet.



Avgiften till den allmänna ålderspensionen är fast och uppgår till 18,5 procent av pensionsgrundande inkomster (jämfte vissa tillkommande ersättningar och belopp). Den förmån som så småningom betalas ut från det avgiftsbestämda systemet beror dels på storleken av inbetalade avgifter under den förvärvsaktiva tiden, dels på årlig uppräknning av dessa belopp, som baseras på olika principer i inkomstpensionssystemet respektive premiepensionssystemet. Avgifterna är i sin tur relaterade till individens inkomst, vilken tillsammans med den ekonomiska utvecklingen, särskilt inkomstutvecklingen respektive premiepensionsmedlens avkastning, blir avgörande för den inkomstgrundade ålderspensionens storlek, dvs. inkomstpension, premiepension och tilläggspension. Det innebär att det råder en överensstämmelse mellan inbetalning av pensionsavgifter och intjänad pensionsrätt och att dessa i sin helhet finansieras utanför statsbudgeteten.

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

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

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

3.1.1 Närmare om inkomstpensionssystemet

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

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

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

Det fonderade kapitalet utgör en mindre del av pensionssystemets tillgångar och fungerar främst som ett buffertkapital. Första–Fjärde AP-fonderna mottar pensionsavgifter och finansierar utbetalning av pension och utjämnar på så sätt svängningar i dessa. Med början omkring 2010 förväntas utbetalning av pension överstiga inbetalning av pensionsavgifter, varför det fonderade kapitalet behöver tas i anspråk för att täcka ett löpande underskott.

För att tillgodose grundläggande krav på neutralitet mellan generationer har det varit ett mål för reformarbetet att inkomstpensionen – gällande pensionsrätter såväl som utgående pensioner – ska räknas upp

med genomsnittsinkomstens utveckling. En sådan uppräknning kan på längre sikt hota systemets finansiella stabilitet, eftersom det kan medföra avvikelser mellan pensionssystemets löpande inkomster och utgifter. Om antalet förvärvsarbetsande sjunker finns det en risk att systemets utgifter växer i snabbare takt än inkomsterna. Detta beror på att genomsnittsinkomsten, som påverkar pensionssystemets utgifter, i ett sådant fall kan växa snabbare än inkomstsumman (produkten av antal förvärvsarbetsande och genomsnittsinkomsten) som påverkar pensionsavgifterna och därmed pensionssystemets inkomster.

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

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

Det har ännu inte beslutats vad som ska gälla om det uppstår betydande överskott, som skulle möjliggöra utdelning till de försäkrade. Förslag till regler har lämnats i betänkandet *Fördelning av överskott i ålderspensionssystemet* (SOU 2004:105). Utredningen föreslog utdelning när balanstalet överstiger 1,10. Betänkandet har remissbehandlats.

3.2 Ålderspensionssystemet 2007

3.2.1 Inkomstpensionssystemet

Pensionssystemets tillgångar, skulder och resultat redovisas i pensionssystemets årsredovisning som upprättas av Försäkringskassan. Uppgifterna i det följande har hämtats från Pensionssystemets årsredovisning 2007.

Inkomstpensionssystemets redovisade resultat 2007 uppgick till -82 miljarder kronor, varför det ackumulerade överskottet minskade från 100 till 18 miljarder kronor (tabell 3.1). Det negativa resultatet beror huvudsakligen på att genomsnittsinkomsten, som bestämmer pensionsskuldens förräntning, ökade mer än avgiftsinkomsterna som tillsammans med omsättningstiden bestämmer avgiftstillgångens tillväxt. En bidragande orsak var en tillfällig sänkning av underlaget för

pensionsrätt för personer med sjuk- eller aktivitetsersättning från 93 till 80 procent av antagandeinkomsten, som påverkade resultatet med cirka -40 miljarder kronor detta år.

Tabell 3.1 Inkomstpensionssystemet 2003–2007 (mdkr).

	2007	2006	2005	2004	2003
Buffertfonderna	898	858	796	646	577
Avgiftstillgång	6 116	5 945	5 721	5 607	5 465
Summa tillgångar	7 014	6 803	6 490	6 253	6 042
Pensionsskuld	6 996	6 703	6 461	6 244	5 984
Överskott	18	100	28	9	58
Balanstal (kvot)	1,00226	1,0149	1,0044	1,0014	1,0097

Källa: Pensionssystemets årsredovisning 2007.

Inkomstpensionssystemets tillgångar består av avgiftstillgången som motsvarar värdet av systemets anspråk på 16 procent av alla framtida arbetsinkomster och pensionsgrundande transfereringar samt buffertfondernas kapital. Under 2007 ökade tillgångarna med 212 miljarder kronor, eller med 3,1 procent, varav avgiftstillgången och buffertfonderna svarade för 171 respektive 41 miljarder kronor. Avgiftstillgången, i sin tur, tillfördes 193 miljarder kronor genom inbetalning av pensionsavgifter, vilket motverkades av kortare omsättningstid, primärt intjänandetiden. För buffertfondernas utveckling, se avsnitt 3.4.

Pensionsskulden ökade med 293 miljarder kronor 2007, eller med 4,4 procent, varav uppräknningen med genomsnittsinkomsten (inkomstindex) svarade för 268 miljarder kronor. Därutöver ökade skulden med 17 miljarder kronor till följd av något ökad medellivslängd. Resterande del av skuldökningen förklaras främst av att nyintjänade pensionsrätter och ATP-poäng (inklusive vissa justeringar) översteg årets pensionsutbetalningar.

Inkomstpensionssystemets minskade överskott 2007 innebär att balanstalet har beräknats till 1,0026.

3.2.2 Premiepensionssystemet

Vid utgången av 2007 omfattade premiepensionssystemet 5,8 miljoner premiepensionssparare med ett samlat fondinnehav om 308 miljarder kronor. Värdet av pensionsspararnas fondinnehav ökade under året med 41 miljarder kronor, varav 28 miljarder kronor genom nya pensionsrätter och 14 miljarder kronor genom värdeökning. Den genomsnittliga avkastningen på fondplaceringarna uppgick till 5,6 procent. Sedan fondförvaltningen startade 2000 har den genomsnittliga avkastningen uppgått till 2,0 procent per år, mätt som s.k. tidsvägd avkastning (utan hänsynstagande till de ytterligare fondplaceringar som gjorts efter 2000). Den genomsnittliga avkastningen för premiepensionskapitalet sedan de första inbetalningarna till systemet 1995 uppgick till 5,8 procent per år, mätt med s.k. kapitalvägd avkastning (med hänsyn tagen till samtliga in- och utbetalningar efter den första insättningen). Vid utgången av 2007 hade de allra flesta pensionssparare en positiv värdeutveckling på sina

premiepensionskonton under perioden sedan inträdet i systemet, medan endast 0,9 procent av pensionsspararna dittills haft en negativ genomsnittlig avkastning.

Vid utgången av 2007 deltog 86 fondförvaltare med tillsammans 785 fonder i premiepensionssystemet. I slutet av 2007 hade 57,5 procent av pensionsspararna gjort ett aktivt val. För tredje året i följd ökade de aktiva fondväljarnas andel av kapitalet (detta år till 71,7 procent av kapitalet), vilket beror på att de aktiva under denna tid i genomsnitt har haft en bättre avkastning på sina placeringar än de passiva. Pensionsspararnas aktivitet har fortsatt att öka, under 2007 ökade bl.a. antalet genomförda fondbyten med 46 procent till 2,6 miljoner fondbyten.

Tabell 3.2 Fondplaceringar inom premiepensionssystemet 2003–2007 (mdkr).

	2007	2006	2005	2004	2003
Aktiefonder	162,8	141,1	99,2	60,7	45,8
Blandfonder	9,9	9,3	7,2	5,1	4,0
Generationsfonder	35,3	30,6	23,0	15,2	11,6
Räntefonder	12,9	7,5	4,9	3,7	2,7
Premiesparfonden	87,4	78,9	58,1	40,1	29,8
Totalt	308,3	267,4	192,4	124,8	93,9

Källa: PPM.

Avgiftsuttaget från pensionsspararna till Premiepensionsmyndigheten (PPM) uppgick till 379 miljoner kronor under 2007, vilket motsvarade 0,13 procent av pensionsspararnas fondbelopp. Fondbolagens förvaltningsavgifter uppgick till 2,4 miljarder kronor. Av dessa kommer 1,5 miljarder kronor att återföras till pensionsspararna i form av rabatter under 2008. Detta motsvarade en sänkning av förvaltningsavgiften från 0,84 procent före rabatt till 0,33 procent efter rabatt. Premiepensionsspararnas samlade avgifter till PPM och fondförvaltarna detta år kan därmed uppskattas till 0,46 procent av förvaltad kapital.

Vid sidan av fondförsäkring bedriver PPM traditionell livförsäkringsrörelse med ett samlat kapital om 1,3 miljarder kronor för pensionärer som valt att omvandla fondförsäkringen till en livförsäkring med fasta belopp (s.k. annuitet).

3.3 AP-fondernas uppbyggnad

3.3.1 Historik

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

Den genomgripande reformen av ålderspensionssystemet, som beskrivits ovan, utgör bakgrunden till de förändringar av AP-fondernas

regelverk som inleddes 2000 och som fullföljdes genom ändrade placeringsregler året därpå. Som en konsekvens av reformen har AP-fondernas roll som buffert och långsiktig finansiär av det reformerade pensionssystemet tydliggjorts.

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

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

3.3.2 Buffertfondernas roll i inkomstpensionssystemet

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

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

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

Första–Fjärde AP-fonderna

Genom att det reformerade pensionssystemet ska vara autonomt från statsbudgeten har buffertfondernas roll klarlagts ytterligare. På ett

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

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

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

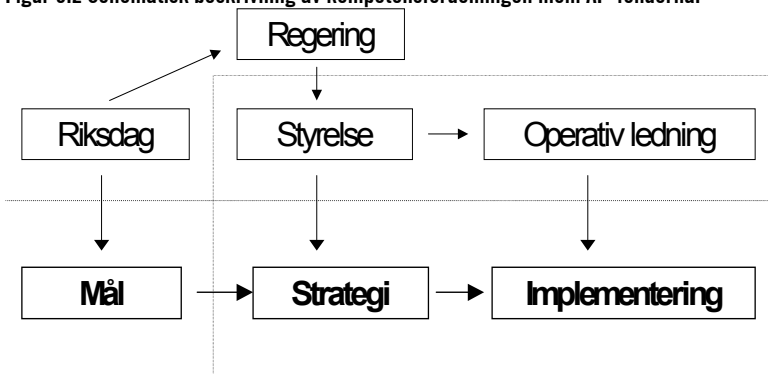
Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna ska utforma en strategisk placeringsinriktning efter en analys av pensionssystemets åtagande. En central punkt i den strategi som styrelsen beslutar om är valet av referensportfölj (eller normalportfölj). För att fastställa vilken referensportfölj som ska användas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

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

Styrelsen måste också besluta om frågor som rör val av förvaltningsstruktur för genomförandet av strategin. I styrelsens uppdrag ingår att fastställa mål och mandat till den operativa ledningen när det gäller fördelningen av tillgångar mellan olika tillgångsslag och marknader, andelen tillgångar som ska förvaltas externt respektive internt samt i vilken utsträckning tillgångarna ska förvaltas aktivt respektive passivt. Själva implementeringen delegerar styrelsen i stor utsträckning till den operativa ledningen. Det yttersta ansvaret bär dock alltid styrelsen. Utifrån styrelsens riktlinjer beslutar den operativa ledningen

närmare om hur genomförandet ska ske. En del av det arbetet utgörs av s.k. riskbudgetering, som syftar till att fastställa målsättning och mandat för den aktiva förvaltningen. Till skillnad från beslut om förvaltningsstruktur, som ofta är långsiktiga och strategiska, kräver riskbudgeteringen löpande revideringar. Beslut kring riskbudgeteringen blir därför i första hand ett verktyg för den operativa ledningen.

Figur 3.2 Schematisk beskrivning av kompetensfördelningen inom AP-fonderna.



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

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

Enligt det nu gällande uppdraget ska Första–Fjärde AP-fonderna förvalta blandade portföljer bestående av marknadsnoterade och omsättningsbara värdepapper samt aktier eller andra andelar som inom ett år avses bli upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet

(EES). Minst 30 procent av det marknadsvärderade kapitalet ska placeras i räntebärande instrument med låg risk. Skr. 2007/08:130

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

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

Typ av instrument m.m.	Tillåtna placeringar
Generellt	Alla förekommande instrument på kapitalmarknaden. Aktier och fordringsrätter ska vara upptagna till handel på en reglerad marknad eller motsvarande marknad utanför EES (fastighetsaktier undantagna).
Onoterade värdepapper	Högst fem procent av fondkapitalet får vara placerat i aktier eller andelar i riskkapitalföretag, alternativt fordringsrätter, som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller motsvarande marknad utanför EES. Onoterade aktier får endast ägas indirekt via fond eller riskkapitalbolag (fastighetsaktier undantagna).
Räntebärande instrument	Minst 30 procent av fondkapitalet ska vara placerat i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk.
Derivat	Främst i syfte att effektivisera förvaltningen eller minska risker. Ej derivat med råvaror som underliggande tillgång.
Krediter	Bankinlåning och utlåning på dagslånemarknaden. Direktlån till egna fastighetsbolag. Repor och värdepapperslån främst i syfte att effektivisera förvaltningen.
Upplåning	Kortfristig upplåning vid tillfälliga behov. Möjlighet till lån i Riksgäldskontoret vid fondtömning.

Utländsk valuta	Högst 40 procent av fondkapitalet får vara exponerat för valutarisk.
Stora exponeringar	Högst tio procent av fondkapitalet får vara exponerat mot en enskild emittent eller grupp av emittenter med inbördes anknytning.
Svenska aktier	Marknadsvärdet av en fonds innehav av aktier i svenska bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige får uppgå till högst två procent av värdet av sådana aktier.
Röstetal	Högst tio procent i ett noterat enskilt företag (egna fastighetsbolag undantagna). Högst 30 procent i onoterade riskkapitalbolag.
Externa förvaltningsuppdrag	Minst tio procent av fondkapitalet ska läggas ut för extern förvaltning.

Sjätte AP-fonden

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

3.3.3 Sjunde AP-fondens roll i premiepensionssystemet

Medan övriga AP-fonder fullgör en buffertfunktion inom fördelnings-systemet, och därtill förväntas bidra till inkomstpensionens långsiktiga

finansiering, är Sjunde AP-fonden en del av det fullt fonderade premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden, den tidigare sjunde fondstyrelsen, inrättades ursprungligen 1998 och inledde verksamhet under hösten 2000 när val av fonder för första gången ägde rum inom premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden var vid utgången av 2007 en av systemets 86 fondförvaltare.

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

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

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

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

3.4 Buffertfondernas samlade resultat

Fondkapital och avkastning

Första–Fjärde AP-fonderna har nu bedrivit verksamhet med de nya placeringsreglerna som grund under sammanlagt sju år. Den samlade buffertfonden omfattar, förutom Första–Fjärde AP-fonderna, även Sjätte AP-fonden samt två s.k. avvecklingsfonder som har förvaltats onoterade värdepapper som inte fördelats mellan Första–Fjärde AP-fonderna. Av de

senare har den ena av de två, Första AP-fondens Avvecklingsfond, Skr. 2007/08:130 slutfört uppdraget under 2007 och därmed upphört.

I tabell 3.4 redovisas en sammanställning av buffertfondernas placeringar som i förekommande fall baseras på uppgifter i fondernas årsredovisningar om exponering mot olika marknader, vilket inte behöver överensstämma med redovisade innehav enligt fondernas balansräkningar. Sammanställningen syftar till att ge en indikation om den samlade buffertfondens övergripande sammansättning och ska inte övertolkas. Det förefaller dock som om andelen utländska placeringar ökade något under 2007, framför allt genom ökade innehav av utländska räntebärande instrument. Posten ”övrigt”, som inkluderar fastigheter och andra s.k. alternativa investeringar, verkar ha fortsatt att öka. Den minskade andelen realränteobligationer har samband med den ovan nämnda stängningen av Första AP-fondens Avvecklingsfond. Buffertfondernas genomsnittliga exponering mot andra valutor än svenska kronan (13 procent 2007) fortsätter att väsentligt underskrida den maximalt tillåtna nivån vid 40 procent.

Tabell 3.4 Den sammanlagda buffertfondens sammansättning (mdkr).

	2007	%	2006	%
Svenska aktier	153,0	17,0	151,9	17,7
Utländska aktier	366,9	40,8	349,9	40,8
Svenska obligationer*	109,9	12,2	113,4	13,3
Utländska obligationer*	183,1	20,4	163,3	19,0
Reala obligationer*	43,8	4,9	46,2	5,4
Övrigt	41,7	4,6	33,2	3,9
Summa	898,5	100	857,9	100
varav utomlands*	561,3	62,5	523,6	61,0
varav valutaexponering	116,9	13,0	110,3	12,9

*) Egna beräkningar av obligationsportföljens sammansättning med ledning av redovisningsinformation.

Det samlade fondkapitalet i buffertfonderna ökade med 40,6 miljarder kronor under loppet av 2007 till följd av ett positivt marknadsvärderat resultat på 36,6 miljarder kronor och ett fortsatt positivt nettoflöde av pensionsavgifter som uppgick till 4,0 miljarder kronor detta år (tabell 3.5). Överskottet av pensionsavgifter utöver pensionsbetalningar var 4,8 miljarder kronor, medan kostnaderna för ålderspensionssystemets administration uppgick till 0,8 miljarder kronor.

Tabell 3.5 Det summerade fondkapitalets utveckling 1960–2007 (mdkr).

	2007	2006	2000	1990	1980	1970	1960
Resultat	36,6	82,5	28,1	54,1	10,4	2,0	0,0
Pensionsavgifter	190,4	183,6	144,3	77,7	22,2	6,1	0,5
Pensioner	-185,6	-176,2	-138,8	-77,4	-19,0	-1,2	
Överfört till statsbudgeten			-45,0				
Administration	-0,8	-1,2	-1,1	-0,5	-0,2	-0,1	
Tillfört kapital, netto	4,0	6,3	-40,6	0,9	3,0	4,8	0,5
Summa fondkapital	898,5	857,9	733,9	407,6	146,7	35,9	0,5

Med ledning av detaljerade uppgifter om pensionsavgifter och pensionsbetalningar, inklusive tidpunkterna för dessa betalningsflöden, är det möjligt att beräkna buffertkapitalets samlade avkastning i form av en kapitalvägd avkastning (internränta). Mätt på detta sätt uppgick totalavkastningen 2007 till 4,2 procent (se tabell 3.6). Samtidigt uppgick inflationen under loppet av året till 3,5 procent, mätt med konsumentprisindex, varför buffertfondernas samlade reala avkastning blev knappt positiv detta år (0,7 procent). Den reala avkastningen har däremot varit mycket hög tidigare år. Den genomsnittliga avkastningen uppgick till 11,8 procent per år under den senaste femårsperioden, vilket överstiger den genomsnittliga inflationen under samma tid med 10,2 procentenheter (tabell 3.6).

Tabell 3.6 Resultatsammanställning för summan av buffertfonder.

	2007	2006	2005	2004	2003	2003– 2007
Nettoflöde (mdkr)	4,0	6,3	9,2	5,6	8,6	
Utgående fondkapital	898,5	857,9	769,2	646,2	577,0	
Avkastning (procent p.a.)*	4,2	10,7	17,4	10,9	16,4	11,8
Real avkastning (procent p.a.)	0,7	9,0	16,4	10,6	14,9	10,2

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

Kostnader

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

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

Tabell 3.7 Buffertfondernas administrationskostnader enligt pensionssystemets årsredovisning (miljoner kronor). Skr. 2007/08:130

	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Första AP-fonden	164	153	145	244	190	166
Andra AP-fonden	133	129	123	330	234	197
Tredje AP-fonden	137	125	127	314	235	177
Fjärde AP-fonden	139	133	133	246	216	165
Sjätte AP-fonden	397	331	326	340	340	302
Avvecklingsfonderna	1	9	4	14	19	23
Totalt	971	880	858	1 488	1 234	1 030
Andel av fondkapital				0,24 %	0,23 %	0,20 %

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

Under 2005 genomfördes dessutom en förändring av Första–Fjärde AP-fondernas redovisningsprinciper när det gäller avgifter till riskkapitalföretag eller fonder som huvudsakligen placerar i onoterade aktier (riskkapitalfonder). Förändringen innebär att sådana avgifter ska bokföras som en fordran i balansräkningen och inte som en kostnad, under förutsättning att avtalen med dessa fonder innehåller en klausul som föreskriver att återbetalning av inbetalda förvaltningsavgifter ska föregå eventuell vinstdelning. Detta förutsätter att vinstdelning kan bedömas vara sannolik i varje enskilt fall. Sådana avgifter till riskkapitalfonder som inte har kostnadsförts i Första–Fjärde AP-fondernas redovisning uppgick till 183 miljoner kronor under 2007 (113 miljoner kronor föregående år). Sjätte AP-fonden, som är specialiserad på området, har däremot valt att löpande kostnadsföra alla avgifter till riskkapitalfonder, vilket innebär att de redovisade kostnaderna för onoterade aktier inte längre är jämförbara mellan Första–Fjärde AP-fonderna å ena sidan och Sjätte AP-fonden å andra sidan.

Tabell 3.8 Buffertfondernas interna och externa förvaltningskostnader (miljoner kronor).

	2007			2006		
	Interna	Externa	Totalt	Interna	Externa	Totalt
Första AP-fonden	164	153	317	153	132	285
Andra AP-fonden	133	168	301	129	164	293
Tredje AP-fonden	137	152	289	125	154	279
Fjärde AP-fonden	139	72	211	133	75	208
Sjätte AP-fonden	145	252	397	131	200	331
Avvecklingsfonderna	1	1	2	9	1	10
Summa	719	798	1 517	680	726	1 406
Andel av fondkapital			0,17 %			0,17 %

Av tabell 3.8 framgår att buffertfondernas redovisade interna och externa kostnader fortsatte att öka något under 2007 i absoluta tal, mest för

Första och Sjätte AP-fonderna. Kostnaderna har dock inte ökat i relativa termer (förvaltningskostnaderna uttryckta som andel av förvaltad kapital var oförändrat 0,17 procent).

I pensionssystemets årsredovisning 2007 redovisas buffertfondernas samlade förvaltningskostnader, inklusive resultatberoende avgifter och transaktionskostnader (tabell 3.9). Redovisning av kostnader på detta sätt är emellertid mindre vanligt förekommande, vilket försvårar jämförelser med andra kapitalförvaltande institutioner. De samlade kostnaderna som andel av fondkapitalet förefaller ha minskat trendmässigt, vilket i sin tur har samband med fondkapitalets tillväxt.

Tabell 3.9 Buffertfondernas samlade förvaltningskostnader (procent).

	2007	2006	2005	2004	2003
Andel av fondkapital	0,25	0,24	0,28	0,31	0,29

Källa: Pensionssystemets årsredovisning 2007.

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

4.1 Första–Fjärde AP-fonderna

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

Fondernas avkastning 2007 var positiv, trots periodvis besvärliga marknadsförhållanden som påverkade marknaderna för både aktier och räntebärande instrument negativt, särskilt sådana instrument som var förbundna med kreditrisk. En inbromsning ägde rum på de stora aktiemarknaderna. Stockholmsbörsen föll i värde för första gången på fem år, vilket särskilt påverkade fonder som har stor exponering mot svenska aktier. Däremot utvecklades aktier i s.k. tillväxtmarknader fortsatt starkt. Utvecklingen för s.k. alternativa investeringar, som är mindre beroende av marknadernas kortsiktiga rörelser, var också mycket god. Som exempel kan nämnas att AP Fastigheter, som Första–Fjärde AP-fonderna äger gemensamt med en fjärdedel var, gav ägarna en avkastning på 21,4 procent under 2007.

4.1.1 Första AP-fondens resultat

Första AP-fondens resultat under 2007 blev 9 667 miljoner kronor (18 166 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning efter förvaltningskostnader på 4,6 procent (9,6 procent). Inklusivt överföringar från Försäkringskassan och de s.k. avvecklingsfonderna på sammantaget 2 019 miljoner kronor ökade fondkapitalet under året med 11 686 miljoner kronor till 218 791 miljoner kronor.

Första AP-fonden har som övergripande mål att avkastningen med god marginal ska överstiga den lägsta nivå som behövs för att pensionerna ska vara långsiktigt stabila. Detta har under vissa förutsättningar, bl.a. de antaganden som ligger till grund för Försäkringskassans basscenario, preciserats av fonden till att motsvara en årlig avkastning i intervallet 5,1–6,1 procent fram till 2030. Den genomsnittliga avkastningen sedan starten vid årsskiftet 2000/2001 uppgår till 5,0 procent per år efter kostnader, vilket således ligger nära fondens långsiktiga mål.

Styrelsens mål för den operativa förvaltningen är att avkastningen före kostnader ska överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år, vilket också uppnåtts under den senaste femårsperioden. Den långsiktiga måluppfyllelsen hänger samman med goda resultat under de tre senaste

åren. Under 2007 var fondens avkastning på noterade tillgångar, som kan förvaltas löpande under året, 4,4 procent före kostnader (9,2 procent föregående år), vilket översteg jämförelseindex med 0,4 procentenheter (0,6 procentenheter föregående år).

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick till 317 miljoner kronor (285 miljoner kronor), vilket motsvarar 0,15 procent av genomsnittligt fondkapital under året (oförändrat jämfört med föregående år). Till detta kommer utgifter på sammanlagt 52 miljoner kronor (15 miljoner kronor föregående år) som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som en kostnad, varav 28 miljoner kronor (21 miljoner kronor) avser resultatberoende avgifter till externa förvaltare. Resultatberoende avgifter utbetalas under förutsättning att förvaltningens resultat har överträffat uppställda mål.

Tabell 4.1 Första AP-fondens redovisade avkastning (procent p.a.).

	2007	2006	2003–2007
Svenska aktier	-3,8	24,9	22,7
Utländska aktier	3,8	13,7	13,8
Tillväxtmarknadsaktier	30,6	12,5	28,6
Obligationer	4,2	1,3	4,2
Summa likvid portfölj	4,4	9,2	11,9
Jämförelseindex	4,0	8,6	11,3
Aktiv avkastning före kostnader	0,4	0,6	0,5
Alternativa investeringar	18,6	38,4	21,2
Total avkastning efter kostnader	4,6	9,6	11,7

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

Med undantag för svenska aktier har alla tillgångslag påverkat Första AP-fondens avkastning positivt under 2007. Måttliga allokeringar till tillväxtmarknadsaktier liksom alternativa investeringar (fastigheter och riskkapitalfonder) har lämnat påtagliga bidrag genom hög avkastning. Under femårsperioden 2003–2007 har alla aktieplaceringar samt alternativa investeringar bidragit till fondens långsiktiga avkastning.

Första AP-fonden lägger betydande vikt vid aktiv förvaltning av fondkapitalet. Fem organisatoriska enheter (drygt 30 anställda) har avdelats för denna uppgift. Utfallet är också positivt, både på kortare och längre sikt. Under femårsperioden 2003–2007 har den aktiva förvaltningen påverkat avkastningen positivt med 0,5 procentenheter per år. Av årsredovisningen framgår att den interna förvaltningen av aktier och räntebärande instrument lämnade väsentliga bidrag till fondens aktiva avkastning 2007 och att den interna förvaltningsorganisationen bidrog med 0,35 procentenheter till den aktiva avkastningen under den senaste femårsperioden.

De externa förvaltningsuppdragen bidrog varken positivt eller negativt under 2007 men lämnade ett positivt bidrag med 0,12 procentenheter till fondens aktiva avkastning under femårsperioden 2003–2007. De flesta externa förvaltningsuppdrag har emellertid tillkommit efter 2004. För den senaste treårsperioden redovisas positiva bidrag till fondens aktiva avkastning från aktier i nordamerikanska stora bolag (0,5 procentenheter)

och Stillahavsasien exklusive Japan (3,1 procentenheter). Ett nytt mandat för aktier från tillväxtmarknader har även bidragit positivt liksom förvaltning av nordamerikanska företagsobligationer, medan däremot förvaltning av nordamerikanska småbolagsaktier och japanska aktier har bidragit negativt (-0,8 respektive -1,5 procentenheter under den senaste treårsperioden). Vid utgången av 2007 omfattade de externt förvaltade medlen 36 procent av fondkapitalet (34 procent föregående år), fördelade på 23 uppdrag, varav ett passivt (övrige var aktiva eller semiaktiva).

Tabell 4.2 Första AP-fondens portfölj 2006 och 2007 (mdkr respektive procent).

	2007	%	2006	%
Svenska aktier	27,8	12,7	26,6	12,9
Utländska aktier	84,8	38,8	81,1	39,2
Tillväxtmarknadsaktier	13,6	6,2	10,7	5,2
Svenska obligationer	19,1	8,7	21,9	10,6
Utländska obligationer	44,6	20,4	42,7	20,6
Realränteobligationer	21,0	9,6	16,9	8,1
Kassa/valuta	1,4	0,6	1,9	0,9
Alternativa placeringar	6,4	3,0	5,2	2,6
Fondkapital	218,8	100	207,1	100

Under första halvåret 2007 omfördelades efter styrelsebeslut fyra procentenheter av den nordamerikanska aktieportföljen till andra aktiemarknader. Detta framgår av tabell 4.2 genom en något ökad andel tillväxtmarknadsaktier 2007, vilket bör ha påverkat avkastningen positivt under hösten. Därutöver förefaller inslaget av realränteobligationer ha ökat på bekostnad av svenska nominella obligationer.

Innehavet av alternativa investeringar bestod av aktier i AP Fastigheter, placeringar i riskkapitalfonder respektive hedgefonder. Fondens åtaganden i riskkapitalfonder uppgick till 3,9 miljarder kronor, varav 0,9 miljarder kronor hade investerats vid utgången av 2007.

4.1.2 Andra AP-fondens resultat

Andra AP-fondens resultat 2007 uppgick till 8 718 miljoner kronor (24 506 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 4,0 procent (12,8 procent föregående år). Inklusivt överföringar från Försäkringskassan och de s.k. avvecklingsfonderna på sammantaget 2 019 miljoner kronor ökade fondkapitalet under året med 10 737 miljoner kronor till 227 512 miljoner kronor.

Andra AP-fonden har som övergripande mål att maximera avkastningen i syfte att över tiden minimera konsekvenserna av pensionssystemets automatiska balansering. Andra AP-fonden har även formulerat ett reall avkastningsmål som höjts i två steg och som fr.o.m. 2007 uppgår till 5,0 procent per år. Andra AP-fonden rapporterar att den genomsnittliga avkastningen sedan årsskiftet 2000/2001 uppgår till 6 procent per år (4 procent reall), vilket sägs ligga i nivå med fondens långsiktiga mål under perioden.

För den operativa förvaltningen gäller målet att avkastningen ska överstiga jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år efter kostnader. Målet för den operativa förvaltningen har hittills inte uppnåtts. För

noterade tillgångar, som kan förvaltas fortlöpande och därmed läggas till grund för aktiv förvaltning, är resultatet negativt under den senaste femårsperioden (-0,2 procentenheter per år före kostnader).

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick till 301 miljoner kronor 2007 (293 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,13 procent (0,15 procent) av genomsnittligt fondkapital under året. Till detta kommer utgifter på sammanlagt 130 miljoner kronor (54 miljoner kronor föregående år) som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som en kostnad, varav 70 miljoner kronor (41 miljoner kronor) avser resultatberoende avgifter till externa förvaltare. Resultatberoende avgifter utbetalas under förutsättning att förvaltningens resultat har överträffat uppställda mål.

Tabell 4.3 Andra AP-fondens redovisade avkastning (procent p.a.).

	2007	2006	2003–2007
Svenska aktier	-3,1	29,5	22,3
Utländska aktier	8,3	16,4	16,2
Räntebärande instrument	2,5	0,8	4,0
Summa likvid portfölj	3,7	12,2	
Jämförelseindex	4,1	12,0	
Aktiv avkastning före kostnader	-0,4	0,2	-0,2
Alternativa investeringar	13,4	31,1	
Total avkastning efter kostnader	4,0	12,8	12,8

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

Som framgår av tabell 4.3 lämnade utländska aktier och alternativa investeringar de största bidragen till Andra AP-fondens avkastning under 2007. Under femårsperioden 2003–2007 uppgick fondens avkastning till 12,8 procent per år genom långsiktigt hög avkastning på svenska och utländska aktier.

Av årsredovisningen framgår att det långsiktigt negativa resultatet av fondens aktiva förvaltning (-0,2 procentenheter per år före kostnader under 2003–2007) sammanhänger med ett påtagligt negativt utfall i förvaltningen av svenska aktier (-1,1 procentenheter per år) som delvis kompenseras av ett långsiktigt positivt utfall i förvaltningen av utländska aktier (0,7 procentenheter per år).

Andra AP-fondens årsredovisning redogör utförligt för resultaten under 2007. Det framgår bl.a. att aktier från tillväxtmarknader samt Stillaohavsasien exklusive Japan har påverkat fondens avkastning positivt genom en särskilt hög avkastning. Ett av fem globala aktiemandat har också genererat en avkastning överstigande 20 procent under 2007. Till den negativa avkastningen i förhållande till jämförelseindex detta år (-0,4 procentenheter) har framför allt ett externt mandat inom global allokering bidragit, tillsammans med en av två svenska s.k. fokusportföljer (långsiktiga aktieinnehav som förenas med aktiv bolagsstyrning). Vid utgången av 2007 omfattade de externt förvaltade medlen 24 procent av fondkapitalet (17 procent föregående år) fördelade på 24 mandat, varav alla var aktiva (ett mandat var semiaktivt).

Från och med 2007 har Andra AP-fonden infört en ny förvaltningsorganisation som innebär utökade möjligheter för organisationen att ta positioner mellan tillgångsslagen (exempelvis mellan aktier och räntebärande instrument i Sverige respektive globalt). Resultatredovisningen i tabell 4.3 har alltså inte längre ett direkt samband med fondens organisation. Andra AP-fonden uppger att den nya organisationen ger bättre förutsättningar att separera mellan absoluta och relativa förvaltningsuppdrag (s.k. alfa- och betaseparation).

Andra AP-fonden har även infört ett nytt jämförelseindex i förvaltningen av nordamerikanska aktier respektive 25 procent av den svenska aktieportföljen. Enligt detta nya s.k. fundamentala index beräknas de ingående aktiernas andelar med hjälp av ett antal nyckeltal som avser att beskriva bolagens ekonomiska betydelse, snarare än aktiernas aktuella marknadsvärde. Detta har bl.a. till konsekvens att högt värderade aktier ges en mindre vikt jämfört med traditionella kapitalvägda marknadsindex. Som en följd av det har den svenska aktieportföljen nu fördelats i fyra separata delar – en traditionell kapitalvägd andel (42 procent), en ovägd (likaviktad) andel (23 procent), en andel små bolag (10 procent) och därtill den fjärdedel som förvaltas med utgångspunkt i ett fundamentalt index.

Tabell 4.4 Andra AP-fondens portfölj 2006 och 2007 (mdkr respektive procent).

	2007	%	2006	%
Svenska aktier	45,0	19,8	43,5	20,1
Utländska aktier	89,6	39,4	85,7	39,5
Räntebärande instrument	80,6	35,4	77,4	35,7
Alternativa placeringar	12,3	5,4	10,2	4,7
Fondkapital	227,5	100	207,1	100

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

Jämfört med de andra stora buffertfonderna har Andra AP-fonden en annorlunda exponering mot fastighetsmarknaden genom att tillsammans med Sjätte AP-fonden även äga fastighetsbolaget Norrporten, utöver AP Fastigheter som Första–Fjärde AP-fonderna äger gemensamt. Därutöver har Andra AP-fonden utfäst 8,9 miljarder kronor för investeringar i riskkapitalfonder, varav 3,8 miljarder kronor hittills har investerats, varav i sin tur 1,5 miljarder kronor investerades under 2007.

4.1.3 Tredje AP-fondens resultat

Tredje AP-fondens resultat 2007 uppgick till 10 680 miljoner kronor (18 572 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 5,0 procent (9,5 procent föregående år). Inklusive överföringar från bl.a. Försäkringskassan på sammantaget 2 019 miljoner kronor ökade fondkapitalet under året med 12 699 miljoner kronor till 224 897 miljoner kronor.

Tredje AP-fondens styrelse har formulerat ett långsiktigt mål enligt vilket avkastningen ska uppgå till minst fyra procent per år efter avräkning för inflationen, dvs. realt. Fondens långsiktiga reala avkastning 2001–2007 uppgick till 3,8 procent per år och låg därmed något under

det långsiktiga målet (motsvarande beräkning för ett år sedan gav vid handen att det långsiktiga målet då hade infriats).

Målet för Tredje AP-fondens operativa förvaltning har under de två senaste åren satts till 0,6 procentenheter före kostnader (tidigare 0,2–0,8 procentenheter efter kostnader). Det operativa målet avser en genomsnittlig avkastning under tre år. Under den senaste treårsperioden uppgick fondens aktiva avkastning till 0,2 procent per år före kostnader, vilket understeg målet. Under de två senaste åren har avkastningen understigit index (tabell 4.5).

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick till 289 miljoner kronor 2007 (279 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,13 procent av genomsnittligt fondkapital under året (0,14 procent föregående år). Till detta kommer utgifter på sammanlagt 262 miljoner kronor (133 miljoner kronor föregående år) som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som en kostnad, varav 153 miljoner kronor (55 miljoner kronor) avser resultatberoende avgifter till externa förvaltare. Resultatberoende avgifter utbetalas under förutsättning att förvaltningens resultat har överträffat uppställda mål.

Tabell 4.5 Tredje AP-fondens redovisade avkastning (procent p.a.).

	2007	2006	2003–2007
Summa likvid portfölj	4,1	8,9	11,7
Jämförelseindex	4,4	9,1	11,6
Aktiv avkastning före kostnader	-0,3	-0,2	0,1
Total avkastning efter kostnader	5,0	9,5	11,8

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

I stället för att uppge avkastning per tillgångsslag redovisar Tredje AP-fonden bidrag till fondens sammanlagda avkastning efter en komponentuppdelning. Det framgår att placeringar i marknadsnoterade aktier lämnade ett något större bidrag än placeringar i räntebärande instrument under 2007, främst genom aktieplaceringar i Nordamerika och tillväxtmarknader. Även placeringar i alternativa tillgångar, såsom fastigheter och onoterade aktier, bidrog väsentligt till fondens avkastning detta år. Under femårsperioden 2003–2007 översteg fondens totala avkastning efter kostnader avkastningen på fondens noterade portfölj (före kostnader), vilket avspeglar ett långsiktigt bidrag från alternativa investeringar även på längre sikt.

Under de två senaste åren har Tredje AP-fondens totala avkastning påverkats negativt av en negativ aktiv avkastning, dvs. en något sämre avkastning än jämförelseindex. Under 2007 berodde detta främst på resultaten i förvaltningen av aktie- och räntebärande portföljer. Under femårsperioden 2003–2007 är resultatet svagt positivt före kostnader, vilket framför allt förklaras av ett starkt operativt resultat 2005.

Utöver aktiv avkastning rapporterar Tredje AP-fonden kortsiktiga resultat av fondens strategiska positioner, beslut som förbereds av fondens personal men fattas av fondens styrelse. Motivet kan vara långfristiga förbättringar av fondens strategiska portfölj eller medelfristiga justeringar som avspeglar framåtsyftande bedömningar av

marknadernas grundläggande värdering. Dessa beslut uppges ha bidragit med sammanlagt 9,7 miljarder kronor under perioden 2001–2007. Bidraget under 2007 uppges ha uppgått till 1,1 miljarder kronor, motsvarande 0,5 procentenheter av fondens totala avkastning.

Tredje AP-fonden är i färd med att renodla fondens aktiva förvaltning genom att separera den renodlade marknadsexponeringen (s.k. alfa- och betaseparation). Detta har än så länge formen av ett internt mandat för aktiv tillgångsallokering och ett par interna mandat avseende svenska aktier som inte har bred marknadsexponering och därför liknas vid marknadsneutrala strategier. Fonden rapporterar ett positivt resultat 2007 för de marknadsneutrala strategierna, samtidigt som förvaltningen av aktier och räntebärande instrument genererat negativa aktiva resultat.

Tabell 4.6 Tredje AP-fondens portfölj 2006 och 2007 (mdkr respektive procent).

	2007	%	2006	%
Svenska aktier	24,0	10,7	26,8	12,6
Utländska aktier	93,5	41,6	88,8	41,8
Nominella räntebärande instrument	72,9	32,4	62,5	29,4
Reala räntebärande instrument	18,7	8,3	22,4	10,6
Alternativa placeringar	15,9	7,1	11,9	5,6
Fondkapital	224,9	100	212,2	100

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

Tredje AP-fonden utmärker sig bl.a. genom ett betydande innehav av alternativa placeringar som fördelas på fastigheter, inklusive skogsfastigheter, onoterade aktier, infrastruktur tillgångar och en mindre portfölj av börsnoterade forskningsbolag inom hälsoområdet (*life science*) som alla utvärderas mot absoluta avkastningskrav. Vid utgången av 2007 uppgick Tredje AP-fondens investeringsåtaganden i riskkapitalfonder till 16,4 miljarder kronor, varav 9,0 miljarder kronor hade investerats. Av dessa åtaganden avsåg 1,5 miljarder kronor infrastruktur, varav i sin tur 0,9 miljarder kronor hade investerats. Fondens investeringar i fastigheter utgjordes vid samma tillfälle av en fjärdedel av AP Fastigheter samt åtaganden till internationella fastighetsfonder uppgående till 0,7 miljarder kronor, varav 0,2 miljarder kronor hade investerats. Därtill hade Tredje AP-fonden utfäst 1,8 miljarder kronor för investeringar i skogsfastigheter, varav 0,9 miljarder kronor hade investerats. Investeringarna i mindre bolag inom life science utgjorde 0,9 miljarder kronor mätt med aktuellt marknadsvärde.

För portföljen av alternativa investeringar gäller separata mål vid 15, 10 och 12 procent per år för riskkapitalfonder, fastigheter respektive portföljen som omfattar life science. Målen avser genomsnitt under en treårsperiod. Tredje AP-fondens portfölj av riskkapitalfonder har under treårsperioden 2005–2007 avkastat 25,6 procent per år, dvs. väl över målet.

Fjärde AP-fondens resultat 2007 uppgick till 4 788 miljoner kronor (18 763 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 2,4 procent (10,4 procent föregående år). Inklusiva överföringar från bl.a. Försäkringskassan på sammantaget 2 019 miljoner kronor ökade fondkapitalet under året med 6 808 miljoner kronor till 207 345 miljoner kronor.

Enligt styrelsens långsiktiga mål ska avkastningen uppgå till minst 4,5 procent per år i reala termer. Till följd av starka aktiemarknader under femårsperioden 2003–2007 uppgick fondens reala avkastning under samma tid till 9,7 procent per år i genomsnitt, dvs. väsentligt över fondens långsiktiga mål. Under den längre perioden sedan start, dvs. under sjuårsperioden 2001–2007, kan den reala avkastningen beräknas till 2,5 procent per år i genomsnitt. Det långsiktiga målet har emellertid inte varit i kraft under hela perioden.

Fjärde AP-fonden har sedan start haft ett mål för aktiv avkastning. Med början 2007 har fondens styrelse sänkt målet från 0,7 till 0,5 procentenheter per år, sett över en tvåårsperiod. Under den senaste tvåårsperioden har emellertid avkastningen för fondens noterade portfölj understigit jämförelseindex med 0,9 procentenheter per år, dvs. långt under målet. Under femårsperioden 2003–2007 är motsvarande resultat i förhållande till jämförelseindex -0,5 procentenheter per år. Resultaten är mätta före kostnader och därför ännu något sämre efter kostnader. För 2008 har målet sänkts till 0,4 procentenheter, till följd av reducerat risktagande i förvaltningen.

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick till 211 miljoner kronor (208 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,10 procent (0,11 procent) av genomsnittligt fondkapital under året. Från detta kan subtraheras återbetalade utgifter om netto 9 miljoner kronor (en tillkommande utgift om 47 miljoner kronor föregående år) som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som en kostnad, varav 1 miljon kronor (19 miljoner kronor) avser resultatberoende avgifter till externa förvaltare. Till följd av ett överskott av återbetalade förvaltningsavgifter till riskkapitalfonder under 2007 är summan av kostnader som inte redovisats negativ, motsvarande nettot av betalningar. Till detta bidrog även låga resultatberoende avgifter, till följd av mindre tillfredsställande resultat i den externa förvaltningen.

Tabell 4.7 Fjärde AP-fondens redovisade avkastning (procent p.a.).

	2007	2006	2003–2007
Svenska aktier	-1,6		
Utländska aktier	2,1		
Räntebärande instrument	1,3		
Summa likvid portfölj			
Jämförelseindex			
Aktiv avkastning före kostnader	-1,2	-0,5	-0,5
Total avkastning efter kostnader	2,4	10,4	11,3

Not. Avkastning för delportföljer avser avkastning före kostnader, medan total avkastning är beräknad efter kostnader. Total risk avser i detta fall den totala portföljen, dvs. inklusive alternativa investeringar som inte marknadsvärderas fortlöpande.

Fjärde AP-fonden redovisar resultaten under 2007 utförligt. Vid sidan av positiva bidrag till fondens avkastning detta år från utländska aktier och räntebärande instrument har bl.a. fastigheter och onoterade aktier lämnat betydande resultatbidrag i förhållande till placerat kapital, bl.a. översteg avkastningen på onoterade aktier 40 procent under året. Fondens långsiktiga resultat behandlas mer kortfattat, vilket kan ha samband med byte av fondens operativa ledning fr.o.m. 2007.

Fondens avkastning har påverkats negativt av den operativa förvaltningens resultat, både på kortare eller längre sikt (tabell 4.7). Under 2007 bidrog framför allt förvaltningen av globala aktier och räntebärande instrument till att avkastningen understeg jämförelseindex. Fjärde AP-fondens interna förvaltning av räntebärande instrument resulterade i en kraftigt negativ aktiv avkastning (-2,1 procentenheter) till följd av vidgade räntedifferenser mellan olika typer av instrument och emittenter i samband med höstens kreditor. Till det negativa utfallet i den globala aktieförvaltningen bidrog både interna och externa mandat. Den interna förvaltningen av globala aktier avkastade -1,3 procentenheter i förhållande till jämförelseindex medan de externa mandaten underskred index väsentligt (-3,5 procentenheter), i synnerhet de externa aktiva mandaten (-5,9 procent). De negativa operativa resultaten motverkades i någon mån genom att förvaltningen av svenska aktier överträffade jämförelseindex detta år (1,0 procentenhet). Som en konsekvens av generellt svaga operativa resultat minskade inslaget av aktiv förvaltning i den globala aktieportföljen. Under hösten reducerades även riskerna i den räntebärande portföljen. Andelen aktiv förvaltning, inklusive semiaktiv förvaltning, minskade därmed från 100 procent 2006 till 94 procent 2007. Av Fjärde AP-fondens fondkapital var 17,8 procent externt förvaltat 2007 (17,3 procent föregående år).

Under 2007 ändrades Fjärde AP-fondens strategiska portföljsammansättning genom en omfördelning från den globala aktieportföljen till aktier från tillväxtmarknaderna. Styrelsen har dessutom fattat ett antal strategiska beslut med ett medelfristigt perspektiv, bl.a. genom att utesluta japanska och långfristiga brittiska obligationer. Dessutom har fonden under året haft en mindre andel svenska kreditobligationer och utländsk valuta än fondens långsiktiga strategiska portfölj motiverar, liksom en mindre andel aktier över huvud taget, eftersom styrelsen har avstått från att höja fondens aktieandel till 65 procent, om vilket det finns ett tidigare principbeslut.

Tabell 4.8 Fjärde AP-fondens portfölj 2006 och 2007 (mdkr respektive procent).

	2007	%	2006	%
Svenska aktier	38,1	18,7	41,5	19,9
Utländska aktier	84,7	41,2	80,8	42,2
Räntebärande instrument	76,3	36,9	69,6	36,3
Alternativa investeringar	7,0	3,4	4,6	2,3
Övrigt	1,3	-0,2	4,0	-0,7
Fondkapital	207,3	100	200,5	100

Not. Beloppen avser innehav medan procentuell fördelning avser exponering, inklusive derivat. Alternativa investeringar omfattar onoterade aktier och fastigheter 2007 men endast fastigheter 2006 då de onoterade aktierna ingick i svenska respektive utländska aktier.

Under 2007 utfäste Fjärde AP-fonden ytterligare 0,3 miljarder kronor, utöver de utfästelser om sammantaget 3,6 miljarder kronor som tidigare rapporterats, varav 2,0 miljarder kronor hade investerats (1,0 procent av fondkapitalet). Avkastningen under året uppges till 40,4 procent, men måste ses i ett längre perspektiv.

4.2 Sjätte AP-fonden

Den totala fonden

Sjätte AP-fondens resultat 2007 uppgick till 2 432 miljoner kronor (2 064 miljoner kronor 2006), vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 13,1 procent (13,8 procent föregående år). Fondens långsiktiga avkastning efter kostnader uppgick till 11,1 procent per år under femårsperioden 2003–2007 (0,4 procent per år under femårsperioden 2002–2006). Fondkapitalet påverkas inte av några andra omständigheter än fondens resultat och ökade därmed från 17 190 miljoner kronor 2006 till 19 622 miljoner kronor 2007.

Enligt styrelsens mål ska Sjätte AP-fondens avkastning, sedan hänsyn tagits till fondens kostnader, överträffa ett absolut avkastningskrav i ett rullande femårsperspektiv. Dessutom förekommer ett högre liggande långsiktigt mål för avkastningen. Avkastningskravet uppgick till 9,0 procent 2007 (7,2 procent föregående år), vilket fonden övertröffade med 4,1 procentenheter (6,6 procent föregående år). Förhållandet mellan långsiktig avkastning och långsiktig måluppfyllelse anges endast för investeringsverksamheten (se nedan). Målet för fondens avkastning har sedan 2003 baserats på förväntade riskpremier i olika delar av verksamheten och påverkas därmed av portföljens sammansättning.

Vid utgången av 2007 hade cirka 17 miljarder kronor (86 procent av fondkapitalet) investerats i små och medelstora bolag, den s.k. Investeringsverksamheten, medan sammantaget 21,8 miljarder kronor (17,5 miljarder kronor föregående år) var utfäst för investeringar i fonder eller bolag ägda direkt av Sjätte AP-fonden, varav 5,6 miljarder kronor (4,2) ännu inte hade utbetalats. Vid utgången av 2007 hade Sjätte AP-fonden investerat i totalt 417 bolag på den svenska marknaden, varav 42 var direkt ägda bolag med totalt 7 946 sysselsatta.

Tabell 4.9 Sjätte AP-fondens redovisade avkastning (procent p.a.).

	2007	2006	2003–2007
Total avkastning efter kostnader	13,1	13,8	11,1
Avkastningskrav	9,0	7,2	7,2
Differens	4,1	6,6	

Sjätte AP-fonden är i dag att betrakta som en hybrid mellan riskkapitalfond och aktiefond som placerar i såväl onoterade bolag, direkt och indirekt, som börsnoterade aktier. Fonden är sluten och måste därför finansiera tilläggsinvesteringar med egna medel, vilket ställer krav på en

likviditetsbuffert som förvaltas av Internbanken. Övriga placeringar inryms i den s.k. Investeringsverksamheten.

Sjätte AP-fonden har under 2007 renodlat Investeringsverksamhetens placeringar till att avse små och medelstora bolag genom att avyttra direkta och indirekta innehav i börsnoterade större bolag. Som en konsekvens av detta har det affärsområde som handhar placeringar i noterade aktier bytt namn till Noterade Småbolag (från Mixed Equity).

Fondens förvaltningskostnader uppgick till 397 miljoner kronor 2007 (331 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 2,2 procent av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital (2,0 procent föregående år). Huvuddelen av kostnaderna avser Investeringsverksamheten, varav i sin tur förvaltningen av aktier i onoterade bolag kan bedömas vara särskilt kostnadskrävande. I motsats till bl.a. Första–Fjärde AP-fonderna redovisar Sjätte AP-fonden löpande alla avgifter till externa fonder som en kostnad i fondens resultaträkning. Det innebär att Sjätte AP-fonden redovisar högre löpande förvaltningskostnader för externa riskkapitalfonder än vad Första–Fjärde AP-fonderna och även många andra institutionella investerare gör, allt annat lika, vilket kompenseras av en större potentiell resultatpåverkan i samband med slutlig försäljning av portföljbolag (exit).

Investeringsverksamheten

Sjätte AP-fondens placeringar i små och medelstora noterade och onoterade bolag omfattade 17 079 miljoner kronor vid utgången av 2007 (15 030 miljoner kronor föregående år), varav 4 259 miljoner kronor avsåg noterade bolag (5 512 miljoner kronor föregående år). Resten, 12,8 miljarder kronor 2007 (65 procent av fondkapitalet), avsåg således små och medelstora onoterade bolag (9,5 miljarder kronor föregående år, motsvarande 55 procent av fondkapitalet).

Investeringsverksamheten har under 2007 varit uppdelad i fem affärsområden:

- AP Direktinvesteringar investerar direkt i väletablerade företag där finansiella eller strukturella förändringar skapar förutsättningar för tillväxt och i sammanhang där det finns behov av en strategisk finansiell partner.
- AP Partnerinvesteringar investerar tillsammans med affärspartners i företag som behöver förnya sin affärsmodell för att växa.
- AP Konvertibeln erbjuder en möjlighet till långsiktig finansiering vid företagsförvärv, vilket bl.a. underlättar generationsväxling i svenska företag.
- AP Life Science investerar i bolag och riskkapitalfonder inom läkemedel, bioteknik och medicinsk teknik.
- AP Fondinvesteringar investerar i fonder och investmentbolag med inriktning mot små och medelstora noterade och onoterade bolag, affärsområdet är i sin tur uppdelat i tre portföljer – Venture capital, Buy out och Noterade Småbolag.

Alla affärsområden lämnade positiva bidrag till Investeringsverksamhetens resultat 2007. AP Direktinvesteringar

lämnade det största resultatbidraget i kronor, tätt följt av AP Fondinvesteringar. Därutöver levererade AP Partnerinvesteringar en hög avkastning på placerat kapital. En separat redovisning i Sjätte AP-fondens egen utvärdering för perioden 2003–2007 indikerar att fondens placeringar i mogna bolag genom AP Direktinvesteringar, AP Life Science och AP Fondinvesteringar har lämnat de största positiva bidragen till Sjätte AP-fondens långsiktiga avkastning, medan investeringar i tidiga faser inom sektorerna life science och teknologi bidragit negativt. En motsvarande redovisning av det kortsiktiga resultatet 2007 har inte lämnats. Sjätte AP-fonden uppger dock i årsredovisningen att trenden vänt beträffande investeringar i tidiga faser och att det nu finns förutsättningar för en långsiktigt positiv utveckling. Detta understryks av att fonden under 2007 har gjort nya utfästelser om investeringar i teknologisegmentet.

Investeringsverksamhetens sammanvägda avkastning under femårsperioden 2003–2007 överstiger det långsiktiga målet för samma period med 3,7 procentenheter per år (tabell 4.10).

Tabell 4.10 Sjätte AP-fondens långsiktiga avkastning inom Investeringsverksamheten 2003–2007 (procent p.a.).

	Avkastning	Mål	Differens
Noterade småbolag	8,7	8,0	0,7
Fastighets-/Finansbolag	32,8	8,4	24,4
Produkter/Tjänster	23,9	10,2	13,7
Life Science	31,2	10,1	21,1
Mogna bolag totalt	26,7	9,8	16,9
Produkter/Tjänster	68,1	13,4	54,7
Life Science	-2,5	12,6	-15,1
Teknologi	-11,3	13,5	-24,8
Tidiga faser totalt	-4,8	13,0	-17,8
Investeringsverksamheten	13,9	10,2	3,7

Sjätte AP-fondens egen utvärdering innehåller, utöver avkastningssiffror, även bedömningar föranledda av lagens krav på riskspridning, skrivningar i lagens förarbeten om fondens placeringsinriktning och angivna motiv för den givna inriktningen (prop. 1995/96:171 En sjätte fondstyrelse m.m.). Sjätte AP-fonden noterar att placeringsreglerna innebär en utmaning när det gäller riskspridning mot bakgrund av fondens på förhand givna placeringsinriktning mot små och medelstora inhemska bolag.¹ Fonden menar att man hanterat denna utmaning genom att sprida placeringarna över sektorer och mognadsfaser och att denna spridning var mer uttalad 2007 än den var fem år tidigare. Enligt Sjätte AP-fondens bedömning har i praktiken alla medel, utöver behovet av likviditet som förvaltas av Internbanken, placerats som riskkapital i små och medelstora bolag, i enlighet med uppdraget. Vad gäller det bakomliggande syftet att bidra till att utveckla det svenska näringslivet hänvisar Sjätte AP-fonden till fondens verksamhet som investerare i dels privata riskkapitalfonder, dels onoterade bolag. I den förra rollen uppges

¹ Från och med november 2007 är begränsningen till svenska bolag inte längre strikt, även om inriktningen mot huvudsakligen inhemska placeringar består.

Sjätte AP-fonden ha bidragit till en kvalitetshöjning inom sektorn, i den senare rollen genom innovativa investeringsmodeller som möjliggjort investeringar som annars kanske inte skulle ha kommit till stånd.

Sjätte AP-fonden bedriver även en kontaktskapande verksamhet ute i landet genom fondens regionala nätverk. Representanter för fonden besöker regelbundet ett antal av landets regioner med syfte att skapa kontakter och sprida kännedom om fondens verksamhet, bl.a. AP konvertibeln. Från och med 2008 kompletteras verksamheten genom ett nytt affärsområde benämnt Nätverksinvesteringar som investerar i tidiga skeden tillsammans med lokala partners.

4.3 Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden förvaltar Premiesparfonden och Premievalsfonden som är två fonder inom premiepensionssystemet. För pensionssparare som avstår från att välja någon annan fond förs motsvarande premiepensionsmedel till Premiesparfonden. Eftersom ett stort antal pensionssparare avstår från att välja annan fond är Premiesparfonden den klart största fonden inom premiepensionssystemet. Vid utgången av 2007 uppgick det förvaltade kapitalet i Premiesparfonden till 87 414 miljoner kronor (78 847 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarade 28,4 procent av det samlade premiepensionskapitalet (29,6 procent föregående år). Därutöver förvaltar Sjunde AP-fonden Premievalsfonden, som är det valbara statliga alternativet inom premiepensionssystemet. Vid samma tid uppgick det förvaltade kapitalet i Premievalsfonden till 2 638 miljoner kronor (2 270 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarade 0,9 procent av det samlade premiepensionskapitalet (oförändrat jämfört med föregående år). Premievalsfonden var systemets sextonde största fond.

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

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

Jämförelser med andra fonder i premiepensionssystemet baseras på avkastningen mätt enligt NAV-kursmodellen (dvs. på grundval av fondkurser som beräknats kl. 16 svensk tid varje dag som handel sker). Denna metod innebär att avkastning mäts efter avdrag av den förvaltningsavgift som betalas till förvaltningsbolaget, i detta fall myndigheten Sjunde AP-fonden. Vid utvärdering av den operativa

förvaltningen i förhållande till jämförelseindex beräknas däremot en avkastning enligt stängningskursmodellen (fondernas innehav av värdepapper värderas vid tidpunkten för stängning av respektive marknad, före avdrag av förvaltningsavgift). Syftet är att erhålla konsistenta jämförelser.

Tabell 4.11 Sjunde AP-fondens avkastning efter kostnader (NAV-kurser, procent p.a.).

	2007	2006	2005	2004	2003	Genomsnitt
Premiesparfonden	4,7	10,5	25,1	10,1	18,7	13,6
PPM-index	5,8	13,0	32,3	8,8	16,2	14,9
Differens	-1,1	-2,5	-7,2	1,3	2,5	-1,3
Premievalsfonden	7,7	11,7	27,7	9,6	19,6	15,0
PPM-index	5,8	13,0	32,3	8,8	16,2	14,9
Differens	1,9	-1,3	-4,6	0,8	3,4	0,2

Premiesparfondens avkastning nådde inte upp till genomsnittet av valbara fonder i premiepensionssystemet (PPM-index) under femårsperioden 2003–2007. Skillnaden var -1,3 procentenheter per år (tabell 4.11). Premiesparfondens risk, mätt med standardavvikelse, var dock lägre än risken i PPM-index varje enskilt år, i enlighet med styrelsens mål.

Avkastningen för Premievalsfonden uppgick under samma tid till 15,0 procent per år efter kostnader, varför marginalen till PPM-index i detta fall blev svagt positiv. Premievalsfonden uppnådde dock inte det sedan 2004 gällande målet att avkastningen ska överträffa PPM-index med 0,35 procentenheter per år.

Tabell 4.12 Sjunde AP-fondens avkastning före kostnader (stängningskurser, procent p.a.).

	2007	2006	2005	2004	2003	Genomsnitt
Premiesparfonden	5,3	10,8	25,5	10,8	19,8	14,2
Jämförelseindex	5,4	10,8	24,8	11,2	19,5	14,1
Differens	-0,1	0	0,7	-0,4	0,3	0,1
Premievalsfonden	8,4	12,0	28,2	10,5	21,2	15,8
Jämförelseindex	8,1	11,9	27,2	11,7	21,4	15,8
Differens	0,3	0,1	1,0	-1,2	-0,2	0

Med undantag för 2005 har avkastningen för Premiesparfonden och Premievalsfonden inte räckt för att uppnå styrelsens operativa mål, enligt vilket avkastningen ska överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år före kostnader (tabell 4.12). Med undantag för 2005 har målet inte heller uppnåtts under femårsperioden.

Sedan 2005 arbetar Sjunde AP-fonden med en förvaltningsmodell som innebär en tydlig uppdelning av aktiv och passiv förvaltning i form av separerad alfa- och betaförvaltning. Enligt denna modell förvaltas kapitalet passivt till lägsta möjliga kostnad, medan eventuell aktiv förvaltning får karaktären av ett absolutavkastande uppdrag (alfauppdrag) som komplement till den passiva förvaltningen (betauppdraget). Vid utgången av 2007 förvaltades två tredjedelar av den svenska aktieportföljen och hälften av den europeiska aktieportföljen på detta sätt.

Avvecklingsfonderna inrättades 2001 för att förvalta de onoterade värdepapper i vilka Första–Fjärde AP-fonderna inte fick placera enligt de nya placeringsregler som då trädde i kraft. Förvaltningen bedrevs avskilt från övriga tillgångar inom Första respektive Fjärde AP-fonden. Förvaltningen syftade till att avveckla innehaven så snart det kunde ske utan att placeringarnas värde försämrades. Inflytande medel fördelades mellan Första–Fjärde AP-fonderna i lika delar.

I Första AP-fondens avvecklingsfond förvaltades fordringsrätter som inte utgivits för allmän omsättning. Under loppet av 2007 blev det möjligt att utskifta kvarvarande medel, inklusive årets resultat om 201 miljoner kronor (207 miljoner kronor föregående år). Den samlade överföringen till Första–Fjärde AP-fonderna uppgick därmed till 3 844 miljoner kronor, varefter uppdraget var slutfört. Det finns därmed inte längre något utgående fondkapital att redovisa. Sedan starten 2001 har Första AP-fondens avvecklingsfond överfört drygt 25 miljarder kronor till Första–Fjärde AP fonderna.

Tabell 4.13 Avvecklingsfonderna 2007 (miljoner kronor).

	Första AP-fondens avvecklingsfond	Fjärde AP-fonden, Särskilda förvaltningen
Ingående fondkapital	3 643	489
Överföringar	-3 844	-270
Årets resultat	201	86
Utgående fondkapital	0	305

Fjärde AP-fonden, Särskilda förvaltningen, förvaltar onoterade aktier och liknande värdepapper som Första–Fjärde AP-fonderna inte får inneha enligt nuvarande regler. Resultatet 2007 blev 86 miljoner kronor (197 miljoner kronor föregående år). Fondkapitalet minskade till 489 miljoner kronor, eftersom 270 miljoner kronor kunde överföras till Första–Fjärde AP fonderna (180 miljoner kronor under 2006). Sedan starten 2001 har Fjärde AP-fonden, Särskilda förvaltningen, överfört totalt 2 203 miljoner kronor till Första–Fjärde AP-fonderna, vilket överstiger portföljens ursprungliga bedömda marknadsvärde med cirka 15 procent. Den genomsnittliga avkastningen sedan starten uppskattas till cirka sex procent per år.

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

- mål och andra beslut av strategisk vikt som har fattats av respektive fondstyrelse,
- fondernas operativa förvaltning som den kan mätas genom fondernas avkastning i förhållande till uppställda mål, och
- övriga förvaltningsfrågor (i förekommande fall).

Det har ännu inte fastställts hur lång period som ska tillämpas vid utvärdering av styrelsernas strategiska beslut. Därför utnyttjas hela perioden under vilken nuvarande placeringsregler har varit i praktiskt bruk, dvs. fr.o.m. 2001 för Första–Fjärde AP-fonderna när de nya placeringsreglerna började gälla, 1997 för Sjätte AP-fonden när de första investeringarna gjordes samt hösten 2000 för Sjunde AP-fonden när förvaltningen av Premiesparfonden och Premievals-fonden inleddes. Behovet av en lång horisont motiveras av AP-fondernas långsiktiga uppdrag. Horisonten för utvärdering bör emellertid vara kortare än fondernas egentliga placeringshorisont, eftersom en utvärdering annars riskerar att bli meningslös (i efterhand är det för sent att vidta korrigerande åtgärder). Det är däremot en väl etablerad norm att fondernas avkastning i förhållande till styrelsernas instruktioner och mål, dvs. fondernas operativa förvaltning, ska utvärderas över rullande femårsperioder, denna gång 2003–2007.

Det har under senare år skett en fortlöpande förskjutning av tyngdpunkten i regeringens utvärderingar genom att styrelsernas strategiska beslut har uppmärksammats i växande grad och belysts på delvis nya sätt. Denna gång blir tyngdpunktsförskjutningen än mer markerad genom att utvärderingen av fondernas operativa förvaltning har gjorts mindre detaljrik. Förändringen motiveras av den begränsade betydelse som operativ förvaltning har visat sig ha för fondernas långsiktiga avkastning, vare sig denna bedrivs aktivt eller passivt, jämfört med de strategiska besluten som bereds av fondernas organisationer och därefter fastställs av fondernas styrelser. Av det följer att AP-fondernas strategiska val också har störst betydelse för pensionssystemet och därmed för fondernas förvaltningsuppdrag. Däremot utgör aktiv förvaltning fortfarande en väsentlig del av AP-fondernas verksamhet. Att strategin har större betydelse för det slutliga resultatet än valet av aktiv eller passiv förvaltning gäller för övrigt inte bara AP-fonderna utan mer generellt i samband med förvaltning av långsiktigt pensionskapital.

Till grund för regeringens utvärdering ligger ett underlag från Wassum Investment Consulting, som utfört uppdraget med stöd av nätverket Hewitt Wassum Investment Partners (bilaga 8). Wassum har efter upphandling fått detta uppdrag under treårsperioden 2006–2008, med möjlighet till ett års förlängning. Utvärderingen baseras på avkastningssiffror som har beräknats av Wassum på grundval av portföljdata från AP-fonderna. Resultaten kan i vissa fall avvika något från den avkastning som fonderna har redovisat i respektive årsredovisning.

Utvärderingen av styrelsernas strategiska beslut baseras på fondernas totala avkastning i ett långsiktigt perspektiv. Vid utvärderingen av fondernas operativa förvaltning exkluderas fastigheter och onoterade aktier som inte kan marknadsvärderas fortlöpande och inte heller omsättas på en marknad för att ge uttryck för taktiska marknadsbedömningar på det sätt som normalt sker i samband med aktiv förvaltning. Eftersom avkastningen i det senare fallet exkluderas onoterade tillgångar, har det inte varit möjligt att fördela kostnaderna på ett rättvisande sätt, varför utvärderingen av fondernas operativa förvaltning baseras på en avkastning beräknad före förvaltningskostnader.

Sjätte AP-fonden är inriktad mot förvaltning av aktier i små och medelstora bolag och har betydande innehav av onoterade aktier. Denna förvaltning utvärderas i enlighet med branschens riktlinjer (se faktaruta i anslutning till avsnitt 5.3). Sjunde AP-fondens förvaltning utvärderas på grundval av fondkurser (net asset value) eller motsvarande, vilka inkluderar samtliga tillgångsslag. Sjätte och Sjunde AP-fondernas avkastning är i vissa fall beräknad efter kostnader.

5.1 AP-fonderna i pensionssystemet

Regeringens bedömning: Förvaltningen av inkomstpensionssystemets samlade buffertkapital har bedrivits till nytta för pensionssystemet eftersom avkastningen hittills har överstigit uppräknigen av inkomstindex och därmed bidragit till pensionssystemets finansiering. Vid minst två tillfällen har buffertkapitalets avkastning dessutom bidragit till att kortsiktigt upprätthålla pensionssystemets finansiella stabilitet.

Den avkastning som genomsnittliga pensionssparare har kunnat tillgodogöra sig i både premiepensionssystemet och Sjunde AP-fonden har också överträffat inkomstindex och har därmed kompletterat inkomstpensionen väl.

Regeringens skrivelse för 2002–2006: Buffertfonderna har sammantaget lämnat påtagliga bidrag till pensionssystemets finansiella stabilitet, trots påfrestningar i form av inledande marknadsoro. Fondernas långsiktiga placeringsinriktning, som den kommer till uttryck genom styrelsernas strategiska beslut, har därmed visat sig fungera väl, så långt det hittills låter sig bedömas. En väsentlig orsak till fondernas framgång i detta avseende är styrelsernas beslut att hålla fast vid fastlagda strategier även när oron på aktiemarknaderna kulminerade under 2002, vilket innebär att Första–Fjärde AP-fonderna har kunnat dra nytta av börsernas återhämtning därefter. Det sammantagna resultatet av fondernas operativa förvaltning har hittills inte bestått provet på samma sätt.

Wassums utvärdering: På övergripande nivå är slutsatsen att buffertfondernas förvaltning (Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna) har bidragit till att stabilisera utgående pensioner i enlighet med pensionssystemets mål. Efter sju års förvaltning har den reala avkastningen uppgått till 185 miljarder kronor. Under samma tid har avkastningen överträffat inkomstindex med 99,5 miljarder kronor. Utan

den goda avkastning som har genererats av fonderna under de senaste fem åren skulle pensionssystemets automatiska balansering med all säkerhet ha utlöst.

En jämförelse av Sjunde AP-fondens förvaltning av Premiesparfonden och Premievals-fonden med inkomstindex svarar på frågan om det totalt sett har inneburit något mervärde för spararna att investera i fonderna jämfört med att inte alls ha någon möjlighet att placera premiepensionsmedel. Sedan starten hösten 2000 har avkastningen för Premiesparfonden och Premievals-fonden varit 1,9 respektive 2,1 procent per år, vilket inte når upp till utvecklingen för inkomstindex (3,4 procent per år i genomsnitt).

Skälen för regeringens bedömning: Inkomstpensionssystemets samlade buffertkapital uppgick till 898,5 miljarder kronor vid utgången av 2007 (summan av Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas fondkapital). Den ackumulerade avkastningen 2001–2007 översteg inflationen under samma tid med 185 miljarder kronor, respektive den årliga uppräkningsindexet av inkomstindex med 99,5 miljarder kronor (bilaga 8 s. 18). Fondernas avkastning jämförd med inkomstindex är ett mått på deras bidrag till inkomstpensionssystemets finansiering. Vid utgången av 2007 är bidraget positivt med en marginal som överstiger inkomstpensionssystemets balanserade överskott vid samma tidpunkt (18,0 miljarder kronor). Det är därmed säkerställt att AP-fondernas avkastning har bidragit till pensionssystemets finansiering och dessutom lämnat avgörande bidrag till dess finansiella stabilitet genom att systemets automatiska balansering hittills inte har behövt aktiveras. Detta beror på fondkapitalets förräntning, primärt fondernas strategiska placeringsinriktning som har varit styrande för deras förvaltning, och på de förutsättningar som kapitalmarknaden har erbjudit under samma tid. AP-fondernas avkastning speglar kapitalmarknadens allmänna utveckling. Det visar sig att denna utveckling har varit tillräckligt gynnsam för inkomstpensionssystemet men inte fullt så gynnsam för den genomsnittliga fonden i premiepensionssystemet, mot bakgrund av det större risktagande som är möjligt inom premiepensionssystemet. Wassum har jämfört avkastningen för Sjunde AP-fondens båda fonder (Premiesparfonden och Premievals-fonden) sedan starten hösten 2000 med den genomsnittliga pensionsspararens avkastning, som den kommer till uttryck i PPM-index exklusive Premiesparfonden, och med inkomstindex under samma tid. Avkastningen är beräknad på ett sätt som syftar till att belysa fondförvaltarnas prestationer (s.k. tidsvägd avkastning, se faktaruta 5.1). Det visar sig att Sjunde AP-fondens avkastning mätt på detta sätt har överträffat PPM-index exklusive Premiesparfonden, men inte inkomstindex. Det betyder i sin tur att förvaltningen av vare sig Sjunde AP-fonden eller systemets genomsnittligt valda fond har uppnått en avkastning i nivå med inkomstindex, än mindre i nivå med förvaltningen av buffertfonderna. Detta har samband med den genomsnittliga portfölj som har blivit resultatet av alla fria val av fonder inom premiepensionssystemet och den finansiella risk detta har inneburit. Som Wassum påpekar har aktiemarknadernas avkastning under perioden inte gett tillräcklig kompensation för risk jämfört med placeringar i räntebärande instrument, vilket bl.a. framgår av att realränteobligationer är ett av de bättre

tillgångsslagen i termer av avkastning (bilaga 8 s.10 och 32). Otilräckliga realiserade riskpremier har utgjort en hämsko för Första–Fjärde AP-fonderna men har på ett mer påtagligt sätt bromsat förvaltningsresultaten inom premiepensionssystemet, med det högre mått av risktagande som där är möjligt.

En kompletterande beräkning av den avkastning som faktiskt har kommit de genomsnittliga andelsägarna till del under sjuårsperioden 2001–2007 visar att dessa har uppnått ett bättre resultat genom fortsatta avsättningar under åren efter 2000. Ett vanligt sätt att beräkna avkastning som också har tillämpats vid beräkningen ovan (s.k. tidsvägd avkastning) tar inte hänsyn till det förvaltade kapitalets storlek och om det har varierat över tiden. Premiepensionskapitalet var emellertid större under 2003–2007 när avkastningen var god, än det var under föregående år när avkastningen var sämre. Med ett kapitalvägt avkastningsmått som tar hänsyn till det förvaltade kapitalets storlek (faktaruta 5.1) uppgick Premiesparfondens genomsnittliga avkastning till 6,6 procent per år, medan avkastningen för hela premiepensionssystemet var 6,9 procent per år, dvs. något högre. Avkastningen till andelsägarna kan därmed bedömas ha överstigit inkomstindex med en betydande marginal (inkomstindex steg med 3,4 procent per år, se bilaga 8 s. 3). Observera att beräkningen syftar till att belysa den avkastning som andelsägarna kunnat tillgodogöra sig, inklusive resultaten av löpande avsättningar och fondbyten. Beräkningen lämpar sig däremot inte för att jämföra fondförvaltarnas prestationer. Den nyss nämnda skillnaden i avkastning mellan Premiesparfonden och hela systemet beror på att premiepensionssystemet hela tiden har tillförts kapital medan Premiesparfonden i högre grad har fått vidkännas uttag, varav somliga har påverkat den genomsnittliga avkastningen negativt.

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

Utvecklingen sedan fondförvaltningen inleddes hösten 2000 är en illustration av risken att premiepensionssystemets genomsnittliga avkastning periodvis understiger pensionssystemets långsiktiga behov, mått med inkomstindex. Förvaltningen av den genomsnittliga premiepensionsfonden har inte gett ett sådant resultat sedan 2000 medan däremot andelsägarna, genom att dra nytta av fortsatta avsättningar, har kunnat tillgodogöra sig en högre avkastning som överträffar inkomstindex med god marginal. Därutöver finns det ett stort antal individuella sparare som har uppnått goda, eller t.o.m. mycket goda,

Faktaruta 5.1 Risk- och avkastningsmått

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

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

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

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

5.2 Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning

5.2.1 Strategiska beslut

Regeringens bedömning: Efter sju års förvaltning framstår Första AP-fondens långsiktiga avkastning som konkurrenskraftig, medan Andra och Tredje AP-fondernas långsiktiga avkastning i likhet med tidigare är framstår som mycket konkurrenskraftig.

Fjärde AP-fondens långsiktiga avkastning framstår som mindre konkurrenskraftig, vilket framför allt beror på fondens val av förvaltningsstruktur med ett stort inslag av intern aktiv förvaltning.

En preliminär analys visar att löpande förändringar av strategin, i form av s.k. strategisk aktivitet, kan bidra till fondernas långsiktiga avkastning.

Regeringens skrivelse för 2002–2006: Första AP-fondens långsiktiga avkastning kan bedömas vara konkurrenskraftig, medan Andra och Tredje AP-fondernas avkastning kan bedömas vara mycket konkurrenskraftig, vilket stöder annan information om att styrelsernas val av strategi hittills har fungerat väl.

Fjärde AP-fondens långsiktiga avkastning har påverkats negativt av förändringar av fondens ursprungliga strategiska portfölj och av strategins genomförande genom valet av förvaltningsstruktur. Även om det är för tidigt att göra en mer definitiv bedömning av fondens strategiska beslut, kan det ifrågasättas om uppföljningen av den operativa förvaltningen har varit tillräckligt aktiv i vissa fall.

Wassums utvärdering: Första–Fjärde AP-fondernas reala avkastning under de första sju åren efter reformen har uppgått till mellan 2,5 och 4,0 procent per år. Första AP-fonden är den enda fond som har uppnått fondernas egna mål för real avkastning med en avkastning på 3,4 procent per år. De tre övriga fonderna har i formell mening inte uppnått målet för respektive fond. Resultaten för Andra och Tredje AP-fonderna ligger emellertid nära med en real avkastning på 4,0 respektive 3,8 procent per år. Vid fjolårets utvärdering hade tre av fyra fonder uppnått målet. Skälet till att måluppfyllelsen försämrats något jämfört med föregående år är att inflationen ökade under 2007 samtidigt som avkastningen på ränte- och aktiemarknaderna var blygsam.

För att analysera avkastningen närmare kan resultaten delas upp i tre delar – ursprunglig strategi, strategisk aktivitet och operativ aktivitet. Resultaten redovisas i termer av belopp (i stället för procent) med syfte att förenkla tolkningen av deras ekonomiska innebörd. Resultatet av ursprunglig strategi är den avkastning som respektive fond skulle ha haft t.o.m. utgången av 2007, om fonden hade behållit den första investeringsstrategi som fastställdes vid utgången av juni 2001. Den ursprungliga strategin är inte nödvändigtvis en optimal strategi eller jämförelsenorm, utan tjänar endast som utgångspunkt för att mäta och dela upp de olika beslutens resultateffekter. Resultatet av strategisk aktivitet är den extra avkastning, positiv eller negativ, som tillkommer på grund av att styrelsen beslutar om att förändra den övergripande investeringsstrategin. Operativ aktivitet är det resultat som fondernas operativa organisationer åstadkommer genom avvikelser från investeringsstrategin.

Första–Fjärde AP-fondernas ackumulerade avkastning sedan halvårsskiftet 2001 uppgick till 280,4 miljarder kronor. Styrelsernas ursprungliga beslut om strategisk portfölj har bidragit mest (270,6 miljarder kronor). Utöver detta har samlade strategiändringar (strategisk aktivitet) bidragit positivt med 14,8 miljarder kronor, vilket motsvarar 0,4 procentenheter per år omräknat till årlig avkastning. Den operativa aktiviteten (aktiv förvaltning) har i sin tur bidragit med

1,2 miljarder kronor, medan fondernas samlade kostnader under perioden uppgick till 6,2 miljarder kronor.

För att komma förbi svårigheterna att få till stånd en rättvisande konkurrenjämförelse kan man göra en jämförelse av Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga avkastning baserad på simulering. Fondernas avkastning har jämförts med ett stort antal (33 975) hypotetiska scenarier som var tänkbara som alternativa investeringsstrategier vid halvårsskiftet 2001 och vars avkastning fram till utgången av 2007 har beräknats med hjälp av tillgängliga marknadsindex. Det är viktigt att analysera scenarier som både i teorin och praktiken har varit möjliga för fonderna. Jämförelsen kan inte ensam svara på frågan om förvaltningen har varit bra eller dålig men kan, tillsammans med övriga resultat, bidra till att komplettera bilden av fondernas förvaltning.

Medianen för de simulerade portföljernas avkastning är 6,1 procent per år medan genomsnittet för Första–Fjärde AP-fonderna var 6,3 procent per år, vilket är bättre än 59 procent av de simulerade portföljerna. Tre AP-fonder har haft en avkastning som är högre eller mycket högre än medianen, medan avkastningen för Fjärde AP-fonden har varit lägre än medianen för simuleringarna. Tre av fyra AP-fonder har dessutom förbättrat sin rangordning jämfört med fjolårets beräkning, medan rangordningen för Fjärde AP-fonden har försämrats.

Den rena avkastningsjämförelsen har kompletterats med en analys av riskjusterad avkastning mätt med s.k. Sharpekvoter. Medianen för de simulerade portföljernas Sharpekvoter är 0,43, vilket är bättre än genomsnittet för Första–Fjärde AP-fonderna (0,39). Det innebär att fonderna tagna tillsammans är bättre än 36 procent av alla simuleringar, medan två av fonderna (Andra och Tredje AP-fonderna) tillhör den övre halvan. Orsaken till att rangordningen av AP-fonderna försämrats vid en riskjustering är att aktiemarknadernas avkastning under de senaste 6,5 åren inte har gett tillräcklig kompensation för risk. Relationen mellan avkastning och risk har varit bättre för räntebärande instrument jämfört med svenska och globala aktier.

Wassum argumenterar dessutom för att Första–Fjärde AP-fondernas placeringsregler bör ändras genom att nuvarande restriktioner tas bort, bl.a. gällande andelen räntebärande tillgångar med låg risk och andelen onoterade tillgångar. Motivet är den begränsade riskspridning som har blivit resultatet av rådande begränsningar och frågan om den valda fondstrukturens högre kostnader kompenseras av en tillräcklig riskspridning. Enligt Wassum vilar fondernas framtida avkastning tungt på den framtida utvecklingen för de publika aktiemarknaderna.

Skälen för regeringens bedömning: Som redan konstaterats i föregående avsnitt har AP-fonderna bidragit till pensionssystemets finansiering, eftersom avkastningen på det samlade buffertkapitalet har överstigit inkomstindex med en inte obetydlig marginal. Huvuddelen av kapitalet förvaltas av Första–Fjärde AP-fonderna, varför slutsatsen har direkt bäring på dessa. Det visar sig också att var och en av Första–Fjärde AP-fonderna har överträffat inkomstindex individuellt. Som bl.a. framgår nedan förklaras fondernas långsiktiga resultat i allt väsentligt av de strategiska besluten, vilka föreslås och bereds av fondernas organisationer och senare beslutas av fondernas styrelser.

Första–Fjärde AP-fondernas ackumulerade resultat från halvårsskiftet 2001 t.o.m. utgången av 2007 uppgick till 280,4 miljarder kronor. Det summerade resultatet förklaras till övervägande del av styrelsernas ursprungliga val av strategi, vilket är naturligt. Varje strategiskt beslut om investeringar i tillgångar som har gett en positiv avkastning sedan halvårsskiftet 2001 tillgodoräknas det strategiska resultatet, medan den aktiva förvaltningen – här benämnd operativ aktivitet – utgår från marknadernas genomsnittliga avkastning och kan därför avvika i både positiv och negativ riktning. I tillägg till operativ aktivitet har Wassum denna gång identifierat fondernas strategiska aktivitet som en separat form av aktivitet som kan mätas och utvärderas, dock med en lägre grad av precision. Den strategiska aktiviteten har mätts som det ackumulerade resultatet av alla löpande förändringar av fondernas strategiska portföljer sedan halvårsskiftet 2001. För Första–Fjärde AP-fonderna sammantagna har den strategiska aktiviteten mätt på detta sätt svarat för ett större resultatbidrag än operativ aktivitet (tabell 5.1).

Det återstår att fastställa vilken period som är lämplig för utvärdering av strategisk aktivitet. Sådana förändringar av fondernas strategiska portföljer kan vara antingen varaktiga eller temporära till sin natur. En varaktig förändring är en utveckling av fondens grundläggande placeringsstrategi som bör utvärderas i ett lika långsiktigt perspektiv som strategin själv. En temporär förändring kan däremot vara motiverad av marknadernas värdering och har i så fall karaktären av en medelfristig avvikelse från en underliggande strategisk portfölj som, i likhet med fondernas operativa aktivitet, kan utvärderas i ett medelfristigt perspektiv (bilaga 1).² I avvaktan på en fördelning av den strategiska aktiviteten efter motiv är det således inte klarlagt vilken horisont som är tillämplig i varje enskilt fall.

Tabell 5.1 Första–Fjärde AP-fondernas ackumulerade resultat fr.o.m. andra halvåret 2001 t.o.m. 2007 (mdkr).

	AP1	AP2	AP3	AP4	Summa
Ursprunglig strategi	69,5	69,8	65,5	65,9	270,6
Strategisk aktivitet	-2,0	9,8	9,2	-2,3	14,8
Operativ aktivitet	3,9	0,2	2,0	-5,0	1,2
Kostnader	-1,5	-1,6	-1,6	-1,4	-6,2
Ackumulerat resultat	69,9	78,1	75,1	57,3	280,4

Källa: Wassum

Om den ursprungliga placeringsinriktningen hade behållits hela tiden sedan halvårsskiftet 2001 hade resultatet för Första–Fjärde AP-fonderna sammantagna blivit 270,6 miljarder kronor före kostnader, vilket är knappt tio miljarder kronor mindre än det slutliga ackumulerade resultatet. Av den aktivitet som har bedrivits under mellantiden har, som nämnts, strategisk aktivitet, svarat för ett större bidrag (14,8 miljarder kronor före kostnader) jämfört med operativ aktivitet (1,2 miljarder

² Flera AP-fonder reserverar begreppet normalportfölj för den långsiktigt bästa portföljen, från vilken man från tid till annan kan göra medelfristiga avvikelser.

kronor före kostnader). Som framgår av tabell 5.1 kan resultaten på övergripande nivå knytas till Andra och Tredje AP-fondernas uppnådda resultat, medan Första och Fjärde AP-fonderna avviker på var sitt sätt. Från samtliga resultat ska fondernas samlade kostnader om sammantaget 6,2 miljarder kronor dras (eftersom även en totalt passiv förvaltning kräver vissa resurser kan kostnaderna i sin helhet inte anses belasta aktiviteten). Preliminärt har Första–Fjärde AP-fondernas samlade aktivitet således bidragit med 16,0 miljarder kronor före kostnader, varav endast 1,2 miljarder kronor före kostnader kan läggas till grund för bestämda slutsatser på detta stadium, medan osäkerhet kvarstår om vilken horisont som ska tillämpas vid utvärdering av den strategiska aktiviteten.

En komponentuppdelning av fondernas ackumulerade resultat kastar ljus över Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning genom att knyta uppnådda resultat till aktiviteter, vilket i sin tur har visat sig understryka de strategiska beslutens betydelse för fondernas långsiktiga avkastning. Det återstår att bedöma resultaten som sådana, med utnyttjande av relevanta jämförelsenormer.

Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga inflationsjusterade avkastning, dvs. reala avkastning, var mellan 2,5 och 4,0 procent per år under sjuårsperioden 2001–2007. Detta kan jämföras med AP-fondernas egna mål för real avkastning (tabell 5.2). Eftersom målen avser en mycket lång horisont är det emellertid tveksamt om några reella slutsatser kan dras av jämförelsen. Endast Första AP-fonden har uppnått en real avkastning i linje med målet, vilket har samband med målets utformning. Om Andra och Tredje AP-fonderna utvärderas mot samma mål skulle även de ha nått målet, eftersom deras reala avkastning har varit högre. Första–Tredje AP-fonderna har även uppnått en real avkastning som uppfyller förutsättningarna för Försäkringskassans bedömningar av pensionssystemets långsiktiga utveckling (3,25 procent per år enligt Försäkringskassans s.k. basscenario).

Tabell 5.2 Första–Fjärde AP-fondernas reala avkastning 2001–2007 (procent p.a.).

	AP1	AP2	AP3	AP4
Real avkastning	3,4	4,0	3,8	2,5
Egna mål	3,1-4,1	4,3	4,0	4,5

Källa: Wassum

Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna har bidragit till pensionssystemets finansiering genom att leverera en avkastning som överstiger inkomstindex (tabell 5.3). Eftersom inkomstindex beräknas helårsvis har det inte varit möjligt att åstadkomma en exakt jämförelse med början vid halvårsskiftet 2001. Beräkningarna i tabell 5.3 förutsätter därför att hela uppgången i inkomstindex 2001 faller på andra halvåret, varför uppmätta differenser mot inkomstindex sannolikt underskattas något. Å andra sidan är det säkerställt att var och en av Första–Fjärde AP-fonderna har överträffat inkomstindex under perioden.

I vilken mån en uppnådd marginal utöver inkomstindex kan tillskrivas ett framgångsrikt förvaltningsresultat beror på vilka förutsättningar som de finansiella marknaderna har erbjudit under samma period. En

schematisk jämförelse med marknadernas övergripande utveckling sedan 2001 indikerar att endast ett begränsat antal tillgångsslag har levererat en långsiktig avkastning i nivå med Första–Tredje AP-fondernas långsiktiga avkastning, bl.a. realränteobligationer, aktier från tillväxtmarknaderna och fastigheter, medan avkastningen på globala aktier och andra räntebärande instrument än realränteobligationer inte har räckt till under den studerade perioden (bilaga 8 s. 10–13). Samma typ av slutsatser följer för övrigt av de simuleringar som beskrivs nedan.

Tabell 5.3 Första–Fjärde AP-fondernas avkastning fr.o.m. halvårsskiftet 2001 t.o.m. 2007 jämfört med inkomstindex (procent p.a.).

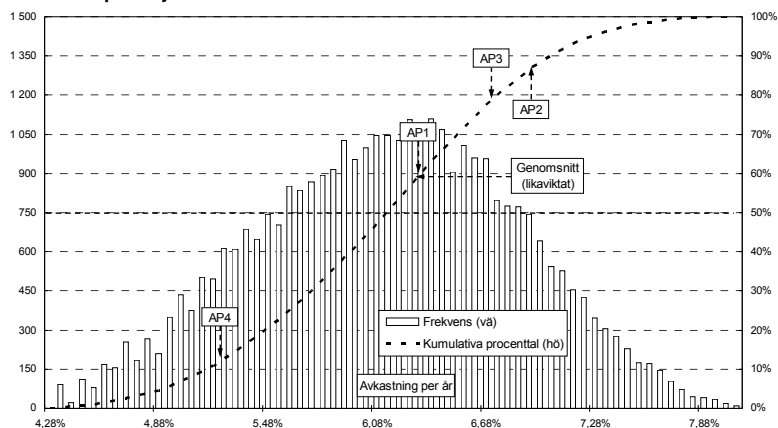
	AP1	AP2	AP3	AP4
Nominell avkastning	6,3	6,8	6,6	5,1
Differens mot inkomstindex	2,5	3,0	2,8	1,3

Källa: Wassum

En jämförelse av Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga avkastning med ett stort antal simulerade portföljer indikerar att fondernas genomsnittliga avkastning hittills varit tillfredsställande. En jämförelse som även tar hänsyn till hur mycket avkastningen har varierat över tid, s.k. riskjusterad avkastning, illustrerar dock att AP-fondernas portföljer innehåller mer riskfyllda tillgångar än andra portföljer som har gett en bättre riskjusterad avkastning under samma tid.

Simuleringarna avser att belysa fondernas realiserade avkastning med ett stort antal alternativa placeringsstrategier som, med varierande grad av sannolikhet, stod till buds vid halvårsskiftet 2001, dvs. portföljer som Första–Fjärde AP-fonderna alternativt kunde ha valt. Jämförelserna förutsätter att de alternativa strategierna har avgränsats på rätt sätt. Med denna förutsättning har AP-fondernas långsiktiga avkastning jämförts med 33 975 alternativa portföljer som har behållits oförändrade under hela jämförelseperioden genom månatlig s.k. ombalansering (eftersom avkastningen varierar mellan tillgångsslagen i varje sådan portfölj riskerar portföljens sammansättning att förändras över tid om inte den valda strukturen återställs med vissa mellanrum, dvs. genom ombalansering). De simulerade portföljerna har även antagits vara passivt förvaltade genom att värdetillväxten knyts till respektive marknadsindex. Det innebär bl.a. att ingen portfölj som ingår i jämförelsen har ändrat placeringsinriktning under perioden, t.ex. genom att köpa eller sälja aktier på ett sätt som skulle ha påverkat den långsiktiga avkastningen positivt eller negativt. Eftersom jämförelsenormen inte har påverkats av några misstag i samband med den löpande förvaltningen, kan denna betecknas som i viss mån krävande. Möjligheten att åstadkomma en högre avkastning genom goda allokeringsbeslut har inte heller beaktats. De simulerade portföljerna innehåller inga onoterade aktier på grund av bristen på objektiva marknadsindex. Andelen fastigheter har hållits konstant vid tre procent av fondkapitalet och räknats upp med den verkliga avkastningen för AP Fastigheter.

Figur 5.1 Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga avkastning jämförd med 33 975 Skr. 2007/08:130 alternativa portföljer.



Not. Staplarnas höjd anger antalet portföljer som har gett en viss avkastning (vänster skala) medan den streckade linjer anger den ackumulerade andelen portföljer som ger en avkastning upp till respektive avkastningsnivå (höger skala). Källa: Wassum

Spannet från de sämsta till de bästa portföljerna i jämförelsen är 3,8 procentenheter (från 4,3 till 8,1 procent per år). Utan att gå in på alla detaljer som har påverkat de alternativa portföljernas närmare utformning (se i stället skr. 2006/07:130 Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2002–2006, bilaga 8 s. 21 f.) har genomsnittet av Första–Fjärde AP-fondernas avkastning under den studerade perioden (6,3 procent per år) överträffat avkastningen för genomsnittet av simulerade portföljer med 0,2 procentenheter per år. Tre av fyra AP-fonder har överträffat medelavkastningen under denna tid, vilket bekräftar annan tillgänglig information om att fondernas långsiktiga avkastning hittills varit konkurrenskraftig. Första–Tredje AP-fondernas avkastning överträffade medelportföljen med 0,2; 0,8 respektive 0,6 procent per år och passerade därmed en majoritet av alla portföljer i jämförelsen (60, 87 respektive 79 procent av alla rangordnade portföljer, jfr den streckade kurvan i figur 5.1). Fjärde AP-fondens avkastning (5,3 procent per år) nådde däremot inte upp till medelportföljens avkastning under den studerade perioden och överträffade endast cirka 13 procent av alla simulerade portföljer.

Jämförelsen har upprepats i riskjusterade termer, genom jämförelser av s.k. Sharpekvoter (se faktaruta 5.1). Det bör understrykas att jämförelsen är en första approximation eftersom risk, enligt AP-fondernas uppdrag, ska avse risk i termer av utgående pensioner som i sin tur påverkas av andra omständigheter utöver de finansiella marknadernas avkastning. En jämförelse som inbegriper var och en av Första–Fjärde AP-fonderna förutsätter emellertid förenklingar. Att AP-fondernas portföljer kan ses som optimala med utnyttjande av fondernas egna analysmodeller är däremot en närmast trivial slutsats som knappast kan läggas till grund för en extern utvärdering.

Av granskningen framgår att Första–Fjärde AP-fondernas rangordning försämras när avkastningen kompletteras med avkastningens risk, mätt med dess standardavvikelse, jämfört med föregående jämförelse av fondernas avkastning utan hänsynstagande till risk (tabell 5.4). Andra

och Tredje AP-fonderna överträffar dock alltså en majoritet (57 respektive 64 procent) av alla rangordnade portföljer. Orsaken till att jämförelsen blir mindre förmånlig i detta senare fall har av Wassum förklarats bero på att aktiemarknadens avkastning under denna tid inte har gett en tillräcklig kompensation för risk, jämfört med placeringar i räntebärande instrument (som exempel kan nämnas att realränteobligationer har varit ett av periodens bättre tillgångsslag i termer av avkastning). Första–Fjärde AP-fondernas genomsnittliga avkastning har emellertid hävdats sig väl i absoluta tal, trots att avkastningen på aktier inte har kompenserat för placeringarnas risk på förväntat sätt. Det är en obesvarad fråga om jämförelsen kan komma att se ännu bättre ut för fondernas del om och när placeringar i aktier ger en förväntad riskpremie (en sådan utveckling skulle gynna AP-fonderna men också andra portföljer i jämförelsen).

Tabell 5.4 Resultatet av portföljsimuleringar fr.o.m. andra halvåret 2001 t.o.m. 2007.

	Absolut avkastning		Riskjusterad avkastning	
	Avkastning	Percentil	Sharpekvot	Percentil
Första AP-fonden	6,3 %	60	0,40	40
Andra AP-fonden	6,9 %	87	0,45	57
Tredje AP-fonden	6,7 %	79	0,47	64
Fjärde AP-fonden	5,3 %	13	0,24	3
Jämförelse (median)	6,1 %	50	0,43	50

Källa: Wassum

Jämförelsen med ett stort antal simulerade portföljer är ett sätt att motverka bristen på naturliga jämförelsenormer. Det har visat sig svårt att hitta pensionsfonder med ett jämförbart mandat som kan läggas till grund för en korrekt utvärdering. För svenska livbolag gäller t.ex. ett krav att leverera en garanterad avkastning, vilket försämrar jämförbarheten eftersom risknivån i livbolagens portföljer måste vara lägre än vad som är möjligt för AP-fondernas del.

I det följande kommenteras strategiska beslut i var och en av Första–Fjärde AP-fonderna individuellt.

Första AP-fonden

Första AP-fondens strategiska portfölj har under en längre tid utmärkts av en relativt sett mindre andel svenska aktier och ett tidigt etablerat innehav av aktier från tillväxtmarknader. Medan den förra avvikelserna tidigare varit till nackdel har exponeringen mot tillväxtmarknader gynnat fondens långsiktiga avkastning. Under 2007 omfördelades fyra procentenheter av fondkapitalet från nordamerikanska aktier till andra aktiemarknader (Sverige, övriga Europa, Japan och tillväxtmarknaderna), vilket framgår av tabell 5.5 genom en något ökad exponering mot Sverige och tillväxtmarknader.

Fondens ackumulerade resultat sedan halvårsskiftet 2001 uppgick till 69,9 miljarder kronor vid utgången av 2007. Av detta bidrog den initialt utformade strategin med 69,5 miljarder kronor före kostnader, dvs.

nästan hela resultatet. Bidraget från fondens ursprungliga strategi står sig dessutom väl jämfört med övriga fonder, vilket talar för att denna var väl utformad från start (tabell 5.1). Den strategiska aktiviteten har bidragit negativt (-2,0 miljarder kronor före kostnader), vilket kompenseras av väsentliga bidrag från den operativa aktiviteten (3,9 miljarder kronor före kostnader), vilket även lämnar en klart positiv marginal efter bedömda kostnader (de samlade kostnaderna under samma period, 1,5 miljarder kronor, belastar inte endast aktiv förvaltning).

Tabell 5.5 Första AP-fondens strategiska portfölj 2006 och 2007 (procent).

	2007	2006	Index
Svenska aktier	13	12	SIX 60
Utländska aktier	38	40	MSCI
Tillväxtmarknadsaktier	6	5	MSCI
Obligationer	40	40	Lehman, SHB
Alternativa investeringar	3	3	MSCI World + 4 %, Carnegie Real Estate Index
Summa	100	100	Sammavägt index

En jämförelse av AP-fondernas långsiktiga avkastning med 33 975 simulerade portföljer, vars avkastning representerar hypotetiska konkurrenter med placeringsstrategier som fonderna alternativt kunde ha valt, visar att Första AP-fondens totala avkastning överträffade medianportföljen med 0,2 procentenhet per år under den studerade perioden och att fondens avkastning därmed överträffade mer än hälften (60 procent) av alla rangordnade portföljer (figur 5.1, tabell 5.4). Motsvarande jämförelse i riskjusterade termer ger en mindre förmånlig rangordning, eftersom Första AP-fondens riskjusterade avkastning överträffade mindre än hälften (40 procent) av alla rangordnade portföljer.

Andra AP-fonden

Andra AP-fondens strategi förefaller relativt konstant på övergripande nivå (tabell 5.6). Av de utländska aktierna svarade tillväxtmarknaderna för fem procentenheter 2007. Bland förändringarna märks ett ökat inslag av förvaltning som utvärderas mot ett s.k. fundamentalt index genom omfördelning inom den svenska aktieportföljen (25 procent av portföljens värde) till ett sådant mandat, och en fortsatt ökad andel kvantitativ förvaltning.

Andra AP-fondens ackumulerade resultat sedan halvårsskiftet 2001 uppgick till 78,1 miljarder kronor vid utgången av 2007, vilket överstiger resultatet av fondens ursprungliga strategi med 8,3 miljarder kronor. Skillnaden beror uteslutande på den av styrelsen beslutade strategiska aktiviteten som har bidragit till det ackumulerade resultatet med 9,8 miljarder kronor före kostnader. Enligt Wassums utvärdering beror nästan hälften av detta bidrag på beslutet att omfördela en andel av den globala aktieportföljen till aktier från tillväxtmarknader. Andra exempel är uppdelningen av den svenska aktieportföljen i separata uppdrag med olika inriktning på ett sätt som ökade inslaget av mindre bolag samt fondens investeringar i onoterade tillgångar och fastigheter. Dessa beslut

är exempel på långsiktigt inriktad strategisk aktivitet som bör utvärderas över en längre tidsperiod. Den operativa aktiviteten har bidragit med blygsamma 0,2 miljarder kronor före kostnader, vilket motsvarar ett negativt bidrag efter kostnader. De totala kostnaderna summerar till 1,6 miljarder kronor under perioden.

Tabell 5.6 Andra AP-fondens strategiska portfölj 2006 och 2007 (procent).

	2007	2006	Index
Svenska aktier	20	20	SBX, RAFI, OSX, CSRX*
Utländska aktier	40	40	MSCI, RAFI
Obligationer	36	36	Lehman, SHB
Alternativa investeringar	4	4	
Fastigheter			Svenskt Fastighetsindex
Risikkapitalfonder			11 %
Summa	100	100	Sammavägt index

*) 42 procent Stockholmsbörsens benchmarkindex (SBX), 25 procent Research Affiliates fundamentalt index (RAFI), 23 procent ovägt index för Stockholmsbörsen (OSX) och 10 procent Carnegie Small Cap Return Index (CSRX).

En jämförelse av AP-fondernas långsiktiga avkastning med 33 975 simulerade portföljer, vars avkastning representerar hypotetiska konkurrenter med placeringsstrategier som fonderna alternativt kunde ha valt, visar att Andra AP-fondens totala avkastning överträffade medelportföljen med 0,8 procentenheter per år under den studerade perioden och att fondens avkastning därmed överträffade en stor majoritet (87 procent) av alla rangordnade portföljer (figur 5.1, tabell 5.4). Motsvarande jämförelse i riskjusterade termer ger ett något mindre förmånligt resultat. Andra AP-fondens riskjusterade avkastning överträffar dock medianen och därmed mer än hälften (57 procent) av alla simulerade portföljer.

Tredje AP-fonden

Tredje AP-fonden har länge utmärkts av en något mindre aktieandel än de andra AP-fonderna. Under 2007 förefaller emellertid aktieandelen ha ökat med 2,5 procentenheter genom en temporär omfördelning från svenska bostadsobligationer till statsobligationer och aktier i främst Sverige och övriga Europa. Andra strategiska beslut avser obligationsportföljens ränterisk och struktur samt reducerad valutaexponering (från 13 till 9 procent av fondkapitalet). Därutöver har Tredje AP-fondens strategi för alternativa investeringar fortsatt att utvecklas bl.a. genom fastighetsinvesteringar i Europa och Asien och utökade åtaganden till risikkapitalfonder.

Tabell 5.7 Tredje AP-fondens långsiktiga portfölj (procent).

		Index
Svenska aktier	12	SBX
Utländska aktier	39,5	FTSE, inkl. två fundamentala index
Tillväxtmarknadsaktier	3	MSCI
Nominella obligationer	29	Merril Lynch, SHB
Realränteobligationer	8	Merrill Lynch, specifika lån

Fastigheter	8,5	10 %
Summa	100	Sammanvägt index

Not. Av Tredje AP-fondens årsredovisning framgår dessutom att onoterade aktier och aktieplaceringar inom life science utvärderas mot absoluta avkastningsmål (15 respektive 12 procent p.a.).

Tredje AP-fondens ackumulerade resultat sedan halvårsskiftet 2001 uppgick till 75,1 miljarder kronor vid utgången av 2007, vilket översteg resultatet av fondens ursprungliga strategi med 9,6 miljarder kronor före kostnader, under förutsättning att den initiala strategin hade behållits oförändrad och förvaltats passivt. Det största resultatbidraget under mellantiden kom från strategisk aktivitet med sammantaget 9,2 miljarder kronor före kostnader, vilket var 3,1 miljarder kronor mer än vid föregående årsskifte. Det förändrade beloppet är resultatet av ny marknadsvärdering av alla tidigare förändringar av fondens strategi.

Tredje AP-fondens styrelse lägger stor vikt vid framåtblickande bedömningar av marknadernas värdering i samband med strategiska beslut, varför en betydande andel av den strategiska aktiviteten bör kunna utvärderas över en medelfristig horisont och skulle därmed kunna läggas till grund för mer bestämda slutsatser. Sådana slutsatser förutsätter emellertid en närmare uppdelning av den strategiska aktiviteten beroende på syfte. Den operativa aktiviteten har bidragit med 2,0 miljarder kronor före kostnader, vilket lämnar ett mindre bidrag även efter kostnader eftersom de samlade kostnaderna (som inte endast belastar aktiv förvaltning) uppgick till 1,6 miljarder kronor under perioden.

En jämförelse av AP-fondernas långsiktiga avkastning med 33 975 simulerade portföljer, vars avkastning representerar hypotetiska konkurrenter med placeringsstrategier som fonderna alternativt kunde ha valt, visar att Tredje AP-fondens totala avkastning överträffade medianportföljen med 0,6 procentenheter per år under den studerade perioden och att fondens avkastning därmed överträffade en stor majoritet (79 procent) av alla rangordnade portföljer (figur 5.1, tabell 5.4). När jämförelsen upprepas i riskjusterade termer överträffar Tredje AP-fondens riskjusterade avkastning alltså en majoritet (64 procent) av alla rangordnade portföljer.

Fjärde AP-fonden

Fjärde AP-fondens långsiktiga reala avkastning uppgick till 2,5 procent per år under perioden 2001–2007. Fonden har formulerat ett mål för långsiktig real avkastning som uppgår till 4,5 procent per år, dvs. väsentligt mer än hittills uppnådda resultat. Målet är emellertid avsett för en långt horisont och kan inte nu läggas till grund för en utvärdering, även om sju år har passerat.

Under 2007 genomförde Fjärde AP-fonden planerade investeringar i tillväxtmarknaderna, vilket redan har bidragit positivt till fondens resultat. Styrelsen har fattat principbeslut om att aktieandelen långsiktigt ska öka med fyra procent av fondkapitalet, på bekostnad av räntebärande instrument. Beslutet har emellertid ännu inte genomförts (tabell 5.8).

Fjärde AP-fondens ackumulerade överskott sedan halvårsskiftet 2001 uppgick till 57,3 miljarder kronor vid utgången av 2007, vilket understiger resultatet av fondens ursprungliga strategi med 8,6 miljarder kronor före kostnader. Resultatet av fondens ursprungliga strategi uppgick till 65,9 miljarder kronor, under förutsättning att den initiala strategin hade behållits oförändrad och innehaven förvaltats passivt. Negativa resultatbidrag kommer från beslutet att omfördela en andel av den svenska aktieportföljen till globala aktier vid ingången av 2003 och från beslutet att exkludera realränteobligationer från fondens strategiska portfölj ett år tidigare. Andra strategiska beslut har bidragit positivt. Nettot av den strategiska aktiviteten är emellertid negativt under perioden (-2,3 miljarder kronor). Ett mer än dubbelt så stort negativt bidrag kommer från fondens operativa aktivitet (-5,0 miljarder kronor före kostnader). Till de negativa resultatbidragen hör även fondens kostnader (1,4 miljarder kronor under perioden).

Tabell 5.8 Fjärde AP-fondens strategiska portfölj 2007 (procent).

	Portfölj	Mål	Index
Svenska aktier	19	19	SIX Return Index
Utländska aktier	38	42	MSCI
Tillväxtmarknadsaktier	3	3	MSCI
Obligationer	37	33	Merrill Lynch, SHB
Fastigheter	2	2	AP Fastigheter
Riskkapitalfonder	1	1	
Summa	100	100	Sammavägt index

Fjärde AP-fondens styrelse har, i likhet med Första–Tredje AP-fondernas styrelser, hållit fast vid den övergripande investeringsstrategin även när denna utsattes för prövning under 2001 och 2002. Det innebär att Fjärde AP-fonden, i likhet med de andra AP-fonderna, fullt ut har dragit nytta av aktiemarknadernas återhämtning efter 2002. Omfattningen av marknadernas turbulens har emellertid varit så betydande att även begränsade justeringar av fondens strategiska portfölj har visat sig kunnat få märkbara resultat effekter.

En jämförelse av AP-fondernas långsiktiga avkastning med 33 975 simulerade portföljer, vars avkastning representerar hypotetiska konkurrenter med placeringsstrategier som fonderna alternativt kunde ha valt, visar att Fjärde AP-fondens totala avkastning inte nådde upp till medelportföljen under den studerade perioden. Marginalen uppgick till -0,8 procentenheter per år, vilket innebär att fondens avkastning överträffade endast en liten andel (13 procent) av alla rangordnade portföljer (figur 5.1, tabell 5.4). När jämförelsen upprepas i riskjusterade termer faller alla AP-fonder i rangordningen, till följd av förhållandevis stora innehav av placeringar med hög risk (i termer av kortsiktig finansiell risk). Detta gäller inte minst Fjärde AP-fonden, vars riskjusterade avkastning överträffar en mycket liten minoritet (3 procent) av alla simulerade portföljer. Jämförelsenormen är krävande i det avseendet att alla hypotetiska portföljer har antagits vara passivt förvaltade, dvs. i inget enda fall har någon portfölj i jämförelsen påverkats av försäljning av aktier under 2002, vilket skulle ha förekommit vid en jämförelse med verkliga kapitalförvaltare. Den

studerade perioden är inte heller tillräckligt lång för att säkra slutsatser ska kunna dras om Fjärde AP-fondens strategiska placeringsinriktning. Dock har Fjärde AP-fondens förvaltning fr.o.m. 2001 varit mindre framgångsrik, vilket har samband med förändringar av fondens strategi och med valet av förvaltningsstruktur, med en hög andel aktiv förvaltning som huvudsakligen bedrivits internt och som inte har gett förväntat resultat.

5.2.2 Operativ förvaltning

Regeringens bedömning: Första AP-fonden har under den senaste femårsperioden uppnått en avkastning i förhållande till jämförelseindex som ligger nära målet för aktiv förvaltning. Eftersom trenden är gynnsam kan målet uppfattas ligga inom räckhåll, varför resultatet på detta stadium kan bedömas vara tillfredsställande.

Andra och Tredje AP-fonderna har under femårsperioden uppnått resultat som ligger nära jämförelseindex, vilket knappast är ett tillfredsställande resultat med beaktande av de avsatta resurserna för ändamålet.

Fjärde AP-fondens avkastning underskrider jämförelseindex med en betydande marginal under den senaste femårsperioden, utan påtagliga tendenser till förbättring, vilket är klart otillfredsställande. Åtgärder för att bryta utvecklingen har vidtagits av fondens ledning. Det är styrelsens uppgift att följa upp dessa och tillförsäkra att den negativa utvecklingen bryts.

Regeringens skrivelse för 2002–2006: Det långsiktiga resultatet av Första AP-fondens operativa förvaltning är positivt. Målet för verksamheten har ännu inte uppnåtts. Resultatet under de två senaste åren ligger väl inom ramen för långsiktig måluppfyllelse, varför förutsättningarna för att målet ska uppnås framåt i tiden har förbättrats.

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

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

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

Wassums utvärdering: Ingen av Första–Fjärde AP-fonderna har uppnått målet för operativ aktivitet under de senaste fem åren. Första AP-fonden har uppnått en överavkastning på 0,45 procentenheter per år och är därmed mycket nära att uppnå målet (0,50 procentenheter per år). Tredje AP-fonden är den enda av de övriga fonderna som har uppnått en överavkastning (cirka 0,15 procentenheter per år) medan Andra och Fjärde AP-fonderna har haft en underavkastning i förhållande till jämförelseindex.

Första AP-fonden

Avkastningen för Första AP-fondens portfölj av likvida tillgångar uppgick till 4,4 procent före kostnader under 2007, vilket överträffade jämförelseindex med 0,4 procentenheter. Avkastningen under femårsperioden 2003–2007 uppgick till 11,7 procent per år före kostnader, vilket överträffade jämförelseindex med 0,4 procentenheter per år, något under målet för aktiv förvaltning vid 0,5 procentenheter per år (tabell 5.9). De aktiva resultaten har dock förbättrats under senare år och ligger under den senaste treårsperioden, vid 0,8 procentenheter per år, väl inom ramen för långsiktig måluppfyllelse. Mot bakgrund av den gynnsamma trenden har förutsättningarna förbättrats för att målet ska nås under kommande år, varför resultaten kan bedömas vara tillfredsställande.

Tabell 5.9 Första AP-fondens operativa resultat 2003–2007 (procent p.a.).

	2007	2006	2005	2004	2003	Genomsnitt
Likvid portfölj	4,4	9,2	17,0	11,4	17,1	11,7
Jämförelseindex	4,0	8,6	15,5	11,4	17,3	11,3
Differens	0,4	0,6	1,4	0,0	-0,2	0,4

Källa: Wassum

Andra AP-fonden

Avkastningen för Andra AP-fondens portfölj av likvida tillgångar uppgick till 3,7 procent före kostnader 2007, vilket inte nådde upp till jämförelseindex under året. Differensen, den s.k. aktiva avkastningen, var därför negativ (-0,4 procentenheter). Under femårsperioden 2003–2007 uppgick avkastningen till 12,7 procent per år före kostnader, vilket är en hög genomsnittlig avkastning jämfört med andra AP-fonder men alltjämt lägre än fondens jämförelseindex. Fondens aktiva avkastning uppgick till -0,2 procentenheter per år i genomsnitt under femårsperioden (tabell 5.10). Det långsiktiga resultatet har påverkats negativt av utfallet 2007 men är likväl oförändrat jämfört med i fjol (närmast föregående femårsperiod), varför någon trend svårligen kan urskiljas. Med beaktande av nedlagda resurser är resultaten under femårsperioden knappast tillfredssällande.

Tabell 5.10 Andra AP-fondens operativa resultat 2003–2007 (procent p.a.).

	2007	2006	2005	2004	2003	Genomsnitt
Likvid portfölj	3,7	12,2	18,1	11,5	18,6	12,7
Jämförelseindex	4,1	12,0	18,0	12,1	19,1	12,9
Differens	-0,4	0,2	0,2	-0,6	-0,5	-0,2

Källa: Wassum

Enligt Wassum är den enskilt främsta orsaken till underavkastningen ett negativt bidrag från förvaltningen av svenska aktier (-1,1 procentenheter per år), medan den aktiva avkastningen för den globala aktieportföljen

har varit positiv (0,8 procentenheter per år). Det negativa resultatbidraget från förvaltningen av svenska aktier kan ha samband med fondens ”fokusportföljer” som förvaltas med inslag av aktiv bolagsstyrning eller på grundval av tematiska trender. En betydande andel av aktiva risker i förvaltningen av svenska aktier har varit koncentrerad till dessa innehav.

Tredje AP-fonden

Avkastningen på Tredje AP-fondens likvida portfölj av marknadsnoterade tillgångar uppgick till 4,2 procent efter kostnader 2007, vilket inte nådde upp till jämförelseindex. Den aktiva avkastningen blev därför negativ (-0,2 procentenheter). Under femårsperioden 2003–2007 uppgick fondens avkastning till 11,7 procent per år, vilket överträffade jämförelseindex med 0,1 procent per år (tabell 5.11). Från denna överavkastning ska fondens förvaltningskostnader för den aktiva förvaltningen subtraheras, vilket kan ha lämnat en obetydlig överavkastning också efter kostnader (den aktiva avkastningen med angivande av två decimaler ligger nära 0,15 procentenheter per år). Målet är dock inte en överavkastning i förhållande till jämförelseindex, ens efter kostnader, utan en överavkastning med viss marginal. Detta mål har Tredje AP-fonden inte uppnått. Den kortsiktiga trenden kan inte heller beskrivas som gynnsam. Goda aktiva resultat under de två första åren med det nya regelverket har successivt ersatts av sämre resultat under 2006 och 2007, vilket förklarar gradvis försämrade resultat under de senaste femårsperioderna. Med beaktande av nedlagda resurser är resultatet under den senaste femårsperioden knappast tillfredsställande.

Tredje AP-fonden lämnar inte längre information om andelen aktiv förvaltning, vilket bl.a. försvåras av den växande förekomsten av absolutavkastande mandat som baseras på derivathandel eller blankning (s.k. overlaymandat eller alfamandat). Viss ledning kan dock inhämtas från antalet anställda (51 vid utgången av 2007) som ligger nära personalstyrkan vid Andra och Fjärde AP-fonderna vid samma tidpunkt (49 respektive 45 anställda).

Tabell 5.11 Tredje AP-fondens operativa resultat 2003–2007 (procent p.a.).

	2007	2006	2005	2004	2003	Genomsnitt
Likvid portfölj	4,2	8,9	17,4	11,4	17,3	11,7
Jämförelseindex	4,4	9,1	16,1	11,4	17,3	11,6
Differens	-0,2	-0,2	1,3	0,0	0,0	0,1

Källa: Wassum

Fjärde AP-fonden

Avkastningen för Fjärde AP-fondens likvida portfölj av kortsiktigt omsättningsbara tillgångar uppgick till 1,8 procent före kostnader 2007, vilket underskred jämförelseindex väsentligt (-1,2 procentenheter). Fondens avkastning under femårsperioden 2003–2007 uppgick till 11,2 procent per år. Under samma period var avkastningen för fondens jämförelseindex 11,6 procent per år, en differens om -0,5 procentenheter per år (tabell 5.12). Resultatet har dessutom varit ihållande negativt,

varför någon tendens till förbättring inte kan urskiljas (med möjligt undantag för förvaltningen av svenska aktier som uppnådde ett positivt resultat 2007). Resultaten på övergripande nivå under den senaste femårsperioden kan mot den bakgrunden betecknas som klart otillfredsställande. Det säger sig självt att kostnadseffektiviteten kan sättas i fråga trots att Fjärde AP-fonden, genom ett stort inslag av intern förvaltning, redovisar de lägsta förvaltningskostnaderna av Första–Fjärde AP-fonderna.

Tabell 5.12 Fjärde AP-fondens operativa resultat 2003–2007 (procent p.a.).

	2007	2006	2005	2004	2003	Genomsnitt
Likvid portfölj	1,8	10,1	16,5	10,6	17,6	11,2
Jämförelseindex	3,0	10,6	16,5	10,8	18,0	11,6
Differens	-1,2	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,5

Källa: Wassum

Ett åtgärdsprogram har initierats av fondens ledning. Det är viktigt att förändringsarbetet fortsätter att bedrivas med tillräcklig kraft och att styrelsen bedriver en tillräckligt aktiv resultatuppföljning, med syfte att bryta de ihållande negativa förvaltningsresultaten.

Kostnadseffektivitet

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

Som framgått av tidigare avsnitt uppvisar buffertfonderna sammantagna en god långsiktig avkastning som i allt väsentligt har samband med styrelsernas strategiska beslut. En andel av AP-fondernas resurser utnyttjas för att ta fram erforderliga underlag och bereda styrelsernas beslut. I denna del av verksamheten kan kostnaderna kopplas till dokumenterat goda resultat. Andra delar av verksamheten rör olika former av aktivitet (strategisk och operativ) som har gett ett mer blandat utfall.

Som framgår av tabellerna 5.9–5.12 har endast Första AP-fonden skapat ett aktivt resultat under den senaste femårsperioden som ligger i närheten av målet för aktiv förvaltning. Trots det förvaltas huvuddelen av Första–Fjärde AP-fondernas fondkapital aktivt eller semiaktivt (Första, Andra och Fjärde AP-fonderna anger i årsredovisningarna andelen aktiv förvaltning till mellan 94 och 97,5 procent av fondkapitalet 2007, medan Tredje AP-fonden inte längre lämnar sådan information, föregående år angavs andelen till 75 procent).

Det är inte ett mål i sig att fonderna ska bedriva aktiv förvaltning. Om styrelserna beslutar om aktiv förvaltning, bör det krävas att resultatet av denna verksamhet över tiden förväntas överstiga de merkostnader som blir resultatet, med en marginal som kompenserar för osäkerheten i bedömningarna. I den mån passiv förvaltning är ett alternativ är det knappast lämpligt att ta pensionssystemets resurser i anspråk mer än nödvändigt utan att detta med en viss sannolikhet kan förväntas bli

kompensterat av en riskpremie. AP-fonderna, liksom andra institutionella förvaltare, har anledning att göra en kritisk bedömning i varje enskilt fall om det finns förutsättningar att överträffa marknadernas genomsnitt, dvs. index, och om den interna organisationen kan anförtros uppdraget eller om detta bör upphandlas externt. En sådan bedömning bör inkludera angivandet av specifika skäl som utgör grund för bedömningen att överavkastning är sannolik i det enskilda fallet. Kan sådana skäl inte anges bör möjligheten att spara kostnader tas till vara.

Regeringen anser att kostnaderna för att administrera ålderspensionen är betydande och har ökat markant jämfört med kostnaderna före reformen. Administrationens kostnader har därför varit föremål för särskild uppmärksamhet med granskningsuppdrag till dåvarande Riksrevisionsverket och Statskontoret samt uppdrag till Försäkringskassan och PPM. Kostnaderna för AP-fonderna har också ökat kraftigt, bl.a. som en konsekvens av de förändringar i reglerna som skedde i samband med pensionsreformen. De ökade kostnaderna ska ses i ljuset av fondernas uppdrag och resultatet av deras förvaltning. AP-fonderna har själva upphandlat analyser av extern expertis som indikerar att fondernas kostnader inte är högre än vad som är normalt i ett internationellt perspektiv, med beaktande av fondernas val av förvaltningsstruktur. För tre år sedan redovisade KPMG en alternativ analys av AP-fondernas kostnader som bl.a. indikerade att Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning då kunde bedömas vara förhållandevis dyr, utan att hänsyn hade tagits till fondernas förvaltningsstruktur.

Resultatet av Första–Fjärde AP-fondernas aktiva förvaltning är otillfredsställande på aggregerad fondnivå. Aktiv förvaltning syftar till att ge en meravkastning i förhållande till marknadens genomsnittliga avkastning, vilket har lyckats mindre väl. Andra delar av fondernas verksamhet har gett bättre resultat, till nytta för pensionssystemet. Regeringskansliet kommer att inleda ett särskilt arbete för att precisera behovet av effektivisering och rationalisering av AP-fonderna inklusive översyn av placeringsregler. Översynen är tänkt att ligga till grund för en diskussion i den arbetsgrupp med representanter för fem riksdagspartier som har i uppgift att vårda pensionsöverenskommelsen (Pensionsgruppen). Denna ska överväga om det, bl.a. mot bakgrund av de ökade kostnaderna, finns skäl att se över nuvarande regler för AP-fonderna.

5.2.3 Övriga förvaltningsfrågor

Regeringens bedömning: I likhet med tidigare år tar Första–Fjärde AP-fonderna ett adekvat ansvar som ägare i börsbolag och förvaltar den tillgång som rösträtten motsvarar, till långsiktig nytta för pensionssystemet.

Skälen för regeringens bedömning: Första–Fjärde AP-fondernas styrelser ska årligen fastställa en verksamhetsplan innehållande en placeringspolicy, en ägarpolicy och en riskhanteringsplan. Ägarpolicyn ska innehålla mål, medel, regler för beslutsfattande samt allmänna riktlinjer i ägarstyrningsfrågor (prop. 1999/2000:46 s. 82). Därtill ska

fonderna ta hänsyn till miljö och etik i placeringsverksamheten utan att göra avkall på det övergripande målet om hög avkastning (a. prop. s. 76 f.).

Kravet på institutionella investerare att utforma en ägarpolicy följer även av internationella riktlinjer såsom OECD:s riktlinjer för bolagsstyrning, med hänvisning till att rösträtten motsvarar ett värde som ska förvaltas till nytta för förmånstagarna. I detta fall är förmånstagaren pensionssystemet och därmed den breda allmänhet som har eller har haft pensionsgrundande inkomster. Första-Fjärde AP-fonderna kan bedömas utnyttja rösträtten, och därmed det inflytande som rösträtten motsvarar, åtminstone i förhållande till svenska bolag där inflytandet kan bedömas vara störst.

Första AP-fonden deltog under 2007 vid stämmorna i så gott som samtliga svenska bolag i vilka fonden är aktieägare (37 årsstämmor och tio extra bolagsstämmor). Inför stäm mosäsongen 2007 var fonden representerad i två valberedningar. Inför 2008 års bolagsstämmor deltog fonden med en representant i valberedningen för Carnegie som senare avgick på grund av oenighet om ordförandeposten i Carnegie. På den extra bolagsstämman i Carnegie röstade Första AP-fonden mot förslaget till ny ordförande. Vid en ytterligare stämma i Carnegie röstade Första AP-fonden även mot förslaget att personalens vinstdelningssystem skulle förbli opåverkat trots uppdagade brister i bolagets värdering av positioner och därmed resultat i tradingverksamheten. Första AP-fonden har fört diskussioner med valberedningar och styrelseordförande i svenska portföljbolag, bl.a. angående föreslagna incitamentsprogram. Första AP-fonden har bl.a. initierat en studie av ett urval incitamentsprogram i svenska bolag som visar att information ofta saknas för att bedöma incitamentsprogrammets värde. Detta implicerar ett behov av utvärderingar från bolagens sida. Sådana har också levererats i växande utsträckning.

Andra AP-fonden har under 2007 röstat på 52 bolagsstämmor i svenska bolag och 36 bolagsstämmor i utländska bolag. Fonden har röstat mot styrelsens förslag i tre fall, gällande riktad nyemission (Lundin Petroleum), avknoppning av dotterbolag (Securitas) samt styrelseersättning och incitamentsprogram till ledningen (Swedish Match). I ytterligare ett fall (extrastämma Mandator) röstade Andra AP-fonden för ett alternativt förslag till styrelse som inte fick majoritet. Andra AP-fonden har varit representerad i sju valberedningar inför bolagsstämmorna 2007, varav som ordförande i ett fall. Andra AP-fonden har integrerat ägarfrågor i förvaltningsprocessen, vilket är ett sätt att ge verksamheten en stabil grund i organisationen. Sedan 2002 har Andra AP-fonden offentliggjort årliga undersökningar om andelen kvinnor i börsbolagens styrelser. Under denna tid har andelen kvinnliga ledamöter ökat från 6,1 till 19,3 procent. Andra AP-fonden redovisar fondens arbete med ägarfrågor i form av en separat ägarrapport.

Tredje AP-fonden har fr.o.m. 2007 koncentrerat sina insatser som aktiv ägare till ett urval av bolag. Fonden har under året deltagit och röstat vid 25 ordinarie årsstämmor i svenska bolag och ett antal extrastämmor samt distansröstat i fyra bolag. Fonden har även utövat rösträtten i fem utländska bolag i frågor rörande miljö och etik. Tredje AP-fonden har varit representerad i en valberedning 2007. Även Tredje AP-fonden

redovisar arbetet med ägarfrågor i en separat ägarrapport. I denna lämnar fonden utförliga motiveringar till hur rösträtten har utnyttjats, både när fonden har godkänt styrelsens förslag och när detta inte har skett. Fonden har röstat nej till styrelsens förslag i två fall, gällande styrelseersättning och incitamentsprogram till ledningen (Swedish Match) respektive ändring av ett tidigare personaloptionsprogram (Atlas Copco). Fondens utländska aktieportfölj förvaltas huvudsakligen av externa förvaltare och Tredje AP-fonden har valt att delegera rösträtten till dessa. Fonden kan dock återkalla rösträtten eller instruera förvaltaren att rösta på visst sätt. Under 2008 avser fonden att i större utsträckning rösta själv i utländska bolag. Tredje AP-fonden har under 2007 fört en dialog med elva svenska bolag om miljö- och etikhänsyn, primärt bolag som har omfattande produktion eller upphandling i länder med odemokratiska regimer eller länder som har en svag arbetsrätt eller miljölagstiftning.

Fjärde AP-fonden har under året varit företräd vid 51 årsstämmor där fondens representant haft som inriktning att ställa frågor till bolagets ledning om verksamheten. Fonden utövar inflytande bl.a. genom att under 2007 ha varit företräd i 28 valberedningar, varav fem som ordförande. Fonden satsar därmed betydande resurser på börsbolagens styrelser och deras sammansättning. Fjärde AP-fonden har reviderat sin ägarpolicy, bl.a. genom att förorda att styrelseledamöter också ska vara aktieägare och att en del av ersättningen till ledamöterna ska kunna vara rörlig. Fonden anmärker att uppdrag i börsbolagens styrelser har visat sig vara mindre attraktiva jämfört med motsvarande uppdrag i privata bolag ägda av riskkapitalfonder. Den nya ägarpolicyen slår också fast behovet av likabehandling av A- och B-aktieägare i samband med uppköps-erbjudanden. Fonden nämner ett samarbete mellan tolv svenska och tolv utländska finansiella institutioner, däribland norska Statens Pensjonsfond – Utland (tidigare Petroleumfonden), angående behovet att ändra/förtydliga tillämpningen av reglerna för uppköpserbjudanden så att alla aktieägare erbjuds samma pris.

Om arbetet med bolagsstyrning ofta riktas mot svenska bolag, där möjligheten att påverka kan vara störst, har fonderna inom ramen för de angränsande riktlinjerna för miljö och etik nyligen riktat sig mot utländska bolag genom samarbetet inom det nyligen bildade Etikrådet. Under 2006 genomförde Första–Fjärde AP-fonderna en gemensam upphandling av analystjänster och rådgivning för genomförandet av fondernas riktlinjer för miljö och etik och valde på den grunden en gemensam leverantör. Det ledde senare fram till beslutet att samordna arbetet med miljö- och etikfrågor i förhållande till utländska bolag genom Etikrådet som nu har lämnat en första skriftlig rapport (Årsrapport 2007). I rapporten tar Etikrådet det ovanliga steget att offentliggöra med vilka bolag rådet för dialog (totalt 14 bolag), mer precis angående mänskliga rättigheter (fyra bolag), arbetsrättsliga frågor (fyra bolag), miljö (fem bolag) samt korruption (ett bolag). Dessutom redovisar Etikrådet i vilken utsträckning dialogen kan kopplas till en önskvärd utveckling i bolagen. Första–Fjärde AP-fonderna betraktar dialog som det viktigaste verktyget för att åstadkomma önskvärda förändringar och uteslutning av bolag genom försäljning som en sista utväg. Hittills har ett bolag uteslutits (Singapore Technologies) på grund av tillverkning av antipersonella landminor.

Därutöver kan noteras att Första–Fjärde AP-fonderna har undertecknat och därmed anslutit sig till FN:s principer för ansvarsfulla investeringar (*Principles for Responsible Investment*, PRI) som bl.a. innebär att fonderna ska integrera miljömässiga, sociala och bolagsstyrningsfrågor i analysen och investeringsprocessen. Fonderna stöder även två separata initiativ som syftar till att öka genomlysningen angående dels bolagens utsläpp av växthusgaser (*Carbon Disclosure Project*), dels råvaruindustriernas ekonomiska redovisning (*Extractive Industries Transparency Initiative*). Behovet av det senare är särskilt stort i länder med rika naturresurser och mindre utvecklad demokrati.

En separat granskning av AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik har påbörjats genom utredningen (Fi 2007:13) om AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik m.m. (dir. 2007:160). Granskningen är ett resultat av finansutskottets uttalande vid behandlingen av regeringens skrivelse för 2003 att regeringen, vid sidan av den sedvanliga utvärderingen av fondernas förvaltningsresultat, även ska utvärdera fondernas riktlinjer för miljö och etik (bet. 2004/05:FiU6 s. 18). Utredningens uppdrag ska redovisas senast den 28 november 2008 och kommer att läggas till grund för nästa års utvärdering av AP-fondernas verksamhet.

Första–Fjärde AP-fondernas placeringsregler är en del av fempartiöverenskommelsen om pensionssystemet. Därför måste Wassums synpunkter rörande behovet av en översyn av Första–Fjärde AP-fondens placeringsregler tas om hand efter samråd med den för ändamålet inrättade Pensionsgruppen.

5.3 Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning

5.3.1 Strategiska beslut

Regeringens bedömning: Interna avkastningskrav försvårar utåtriktad kommunikation och bör ersättas av enstaka tydliga mål som även kan utnyttjas i utvärderingssyfte.

Sjätte AP-fondens onoterade portfölj har genererat en tillfredsställande långsiktig avkastning, med beaktande av att investeringar i tidiga faser – som har belastat resultatet – knappast har kunnat undvikas.

Regeringens skrivelse för 2002–2006: Målet för Sjätte AP-fondens onoterade portfölj förefaller lågt och bör omprövas. Säkra slutsatser kan ännu inte dras om fondens långsiktiga avkastning.

Wassums utvärdering: Sjätte AP-fondens styrelse formulerar mål för verksamheten i form av ett årligt avkastningskrav som bygger på en riskpremiemodell. Denna utgår från riskfria räntan och adderar riskpremier som varierar över branscher och utvecklingsfaser. Riskpremierna vägs samman till ett totalt avkastningskrav med hjälp av de olika innehavens marknadsvärden. Utöver detta adderas också ett operativt mål för överavkastning till avkastningskravet, vilket bestäms av fondens operativa ledning.

Under hösten varje år fastställer styrelsen ett avkastningskrav som ska gälla under nästkommande kalenderår. Beräkningen av det sammanvägda avkastningskravet tar inte hänsyn till omvärderingar som äger rum fram

till årsskiftet. Beräkningen kan förbättras genom att i stället använda utgående marknadsvärden. Det händer att Sjätte AP-fonden genomför en sådan justering, vilket innebär att fonden kan ha två olika krav och två olika mål. Därmed riskerar kommunikationen till fondens övriga intressenter att kompliceras.

Sjätte AP-fondens totala avkastningskrav, som väger samman Investeringsverksamhetens och Internbankens krav, uppgick till 9,0 procent 2007, 7,2 procent per år under de senaste fem åren och 3,4 procent per år under de elva åren sedan 1997. Om Investeringsverksamhetens avkastningskrav kompletteras med ett mål för överavkastning, blir målet för fonden som helhet 8,2 procent per år under de senaste fem åren.

Sjätte AP-fondens avkastning efter kostnader uppgick till 5,9 procent per år under de senaste elva åren, vilket överträffar styrelsens avkastningskrav med 2,4 procentenheter per år. Under de senaste fem åren uppgick avkastningen till 11,1 procent per år, vilket överträffar avkastningskravet med 3,9 procentenheter per år och fondens operativa mål med 2,9 procentenheter per år.

Sjätte AP-fondens onoterade portfölj har haft en genomsnittlig avkastning, mätt med internränta, på 12,5 procent per år före kostnader och 9,8 procent per år efter externa förvaltningsavgifter. Motsvarande placeringar i börsindex hade gett en genomsnittlig avkastning, beräknad på samma sätt, på 11,3 procent per år. Fondens avkastning under perioden sedan 1997 har huvudsakligen kommit från portföljens mer mogna delar, vilket överensstämmer med utvecklingen i Europa. Högst avkastning har genererats av fastighets- och finansbolag samt mogna bolag i teknologisektorn.

Skälen för regeringens bedömning: Sjätte AP-fonden avviker från Första–Fjärde AP-fonderna genom fondens specialiserade uppdrag och obegränsade möjligheter att placera fondkapitalet i onoterade tillgångar. Genom en lagändring 2007 fick Sjätte AP-fonden rätten att placera en mindre andel av fondkapitalet utomlands, dock består inriktningen mot aktier som huvudsakligen ska vara svenska (prop. 2006/07:100 s. 188 f., SFS 2007:709). Eftersom fonden har en specialiserad och på förhand given placeringsinriktning är det inte rimligt att, i likhet med Första–Fjärde AP-fonderna, jämföra Sjätte AP-fondens långsiktiga avkastning med inkomstindex eller med ett stort antal simulerade portföljer som beskriver konsekvenserna av andra placeringsinriktningar än den som fonden har fått i uppdrag att genomföra. Det är även problematiskt att jämföra Sjätte AP-fondens avkastning med uppgifter om andra aktörers avkastning eftersom fonder med jämförbart uppdrag saknas, såvitt bekant.

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

Bristen på naturliga jämförelsenormer skärper behovet av att styrelsens mål, förutom funktionen som styrinstrument, kan bidra till en rättvisande utvärdering av verksamheten. I förra årets utvärdering bedömde regeringen att målet för Sjätte AP-fondens onoterade portfölj föreföll vara lågt satt och därför borde omprövas. Bedömningen gjordes mot bakgrund av att det då fanns långsiktiga mål som avspeglade en högre ambitionsnivå som inte hade införts. Om det därefter har skett något omprövning är svårt att bedöma, bl.a. mot bakgrund av att målet har inordnats i ett övergripande mål för hela Investeringsverksamheten som omfattar aktier i både onoterade bolag och mindre börsbolag.

Genom underlaget från Wassum (bilaga 8) har det tydliggjorts att Sjätte AP-fonden skiljer mellan avkastningskrav, som varje höst fastställs av styrelsen för det kommande verksamhetsåret, och mål, som inkluderar en premie för överavkastning och som, enligt Wassum, inte fastställs av styrelsen utan av fondens ledning. Dessutom kan avkastningskrav och mål förekomma i två versioner, beroende på vilken slags utgående marknadsvärden (preliminära eller bekräftade) som har utnyttjats vid sammanvägningen av fondens totala avkastningskrav respektive mål. Detta är givetvis olyckligt eftersom förekomsten av multipla avkastningskrav och mål försvårar såväl bedömningar som en tydlig utåtriktad kommunikation av fondens resultat. Ett mer attraktivt alternativt skulle vara att uteslutande beräkna avkastningskravet på grundval av utgående marknadsvärden och därigenom eliminera behovet av preliminära uppgifter, i vart fall i samband med utåtriktad kommunikation. Bilden skulle förenklas än mer om avkastningskravet i samband med den externa kommunikationen ersattes av ett högre liggande mål, som även inkluderar förväntningar på ett visst förvaltningsresultat, vilket skulle vara mer lämpat för utvärderingsändamål.

Av Första–Fjärde AP-fonderna har endast Andra AP-fonden valt att addera målet för aktiv förvaltning till fondens långsiktiga mål för real avkastning. Ingen av dessa har emellertid försummat att fastställa mål för fondens operativa förvaltning, som ett led i styrelsens uppdrag till interna och externa kapitalförvaltare. Det är att märka att Första–Fjärde AP-fondernas mål för långsiktig avkastning har sin grund i bedömningar av pensionssystemets behov. En sådan utgångspunkt för valet av långsiktigt mål är knappast rimlig för Sjätte AP-fondens del, eftersom regelverket i detta fall har anvisat en specifik placeringsinriktning som i sin tur sätter förhållandevis snäva gränser för vilken avkastning (och risk) som kan förväntas över tid. Sjätte AP-fonden kan därmed formulera ett mål med utgångspunkt i den givna marknadens förutsättningar och styrelsens förväntningar på medel- och långfristiga förvaltningsresultat.

För en aktör som köper och säljer företag har avkastningskraven stor betydelse, eftersom de i sin tur får konsekvenser för vilken värdering som åsätts portföljbolag och tilltänkta förvärsobjekt. Detta är en vital del av förvaltningsverksamheten som vi inte kan ha några närmare synpunkter på. Bristen på normer för utvärdering gör det emellertid angeläget att det mål för verksamheten som också kommuniceras utåt inkluderar förväntningar på ett förvaltningsresultat, utöver de avkastningskrav som är en förutsättning för värderingen av portföljbolag. Ett sådant mål har också formulerats för femårsperioden 2003–2007,

enligt uppgift dock ej av styrelsen. Eftersom investeringsverksamheten inkluderar en andel aktier i noterade småbolag, vars avkastning uppvisar en hög kortsiktig samvariation med Stockholmsbörsen (hög s.k. systematisk risk), är kraven på en lång horisont för utvärdering höga, vartill kommer behovet av en tillräckligt lång horisont för att utvärdera avkastning från placeringar i onoterade bolag. En rättvisande utvärdering förutsätter därmed ett mål som har varit i kraft en längre tid.

I likhet med vad som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna kan Sjätte AP-fondens långsiktiga avkastning uppfattas som ett mått på styrelsens förvaltning och värdet av styrelsens strategiska beslut. Sjätte AP-fondens långsiktiga avkastning sedan 1997 uppgick till 5,9 procent per år, vilket överstiger ett sammanvägt avkastningskrav under samma tid med 2,4 procentenheter, efter kostnader. Båda siffrorna är starkt påverkade av börsutvecklingen 1999–2002. Från och med 2003 är målet ett renodlat avkastningskrav, utan förväntan om bidrag från fondens operativa förvaltning. Båda omständigheterna försvårar en rättvisande bedömning. Styrelsens förvaltning kan inte heller utvärderas uteslutande mot egna mål.

För att komplettera bilden av Sjätte AP-fondens långsiktiga avkastning har Wassum, på vårt uppdrag, genomfört en separat granskning av fondens onoterade portfölj. Sjätte AP-fondens obegränsade möjligheter att placera fondkapitalet i onoterade tillgångar är ett utmärkande drag ur pensionssystemets perspektiv och är också orsaken till att Första–Fjärde AP-fondernas möjligheter att göra detsamma har begränsats (prop. 1999/2000:46 s. 87). Sjätte AP-fondens förvaltning av onoterade aktier är därför en central del av uppdraget. Den långsiktiga avkastningen från denna portfölj bör därmed kunna läggas till grund för en utvärdering av styrelsens förvaltning.

Tabell 5.13 Sjätte AP-fondens onoterade portfölj 1997–2007 (mnkr respektive procent p.a.).

	Marknadsvärde	Avkastning (IRR)
Indirekta investeringar	7 342,1	12,8 %
Indirekt realiserat	7 342,1	14,5 %
Indirekt realiserat	-	-23,0 %
Direkta investeringar	6 502,1	12,2 %
Direkt realiserat	6 502,1	15,6 %
Direkt realiserat	-	10,4 %
Total portfölj	13 844,3	12,5 %
Total portfölj, netto		9,8 %

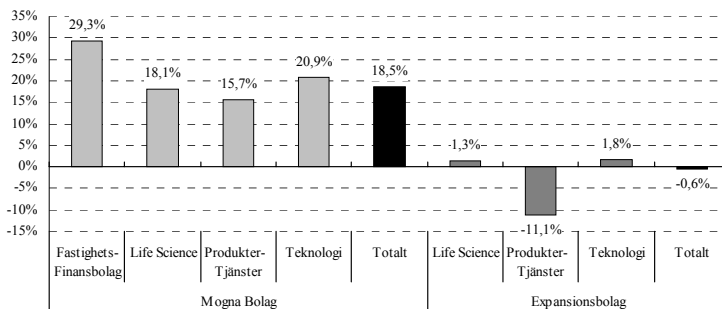
Avkastningen på onoterade aktier beräknas, enligt branschpraxis, på särskilt sätt som en genomsnittlig avkastning sedan tidpunkten för den första investeringen, med hänsyn tagen till vid var tid investerade belopp (faktaruta 5.2). Avkastningen sedan 1997 mätt på detta sätt uppgick till 12,5 procent per år före kostnader och 9,8 procent efter externa förvaltningsavgifter (tabell 5.13).

För att ge ett perspektiv på fondens långsiktiga avkastning har Wassum sedan några år jämfört Sjätte AP-fondens onoterade portfölj med tidsmässigt och beloppsmässigt parallella investeringar i börsindex. Detta svarar på frågan vilken riskpremie som förvaltningen av fondens

onoterade portfölj har genererat, jämfört med motsvarande placeringar i börsaktier. Eftersom börsen är volatil har den realiserade riskpremien varierat betydligt, från höga procentuella tal 1997–2003 och 1997–2004 till små sådana differenser (riskpremier) under perioder som även inbegriper åren därefter. Under de elva åren 1997–2007 överträffade avkastningen på Sjätte AP-fondens onoterade portfölj (12,5 procent före kostnader) motsvarande placeringar i börsindex (11,3 procent per år). Om hänsyn även tas till fondens externa kostnader blir dock marginalen negativ. Dock måste en jämförelse som denna göras vid flera tidpunkter. Till det kommer att avkastningen på Sjätte AP-fondens onoterade portfölj baseras på en försiktig värdering av ännu orealiserade innehav som inte är direkt jämförbar med börsens värdering som fluktuerar kraftigt över tiden.

Som framgår av figur 5.2 har avkastningen varierat påtagligt mellan olika segment av Sjätte AP-fondens onoterade portfölj. Även om enskilda segment inte kan jämföras direkt med den ovan angivna avkastningen från placeringar i börsindex (11,3 procent per år) ger dock figuren en tydlig indikation om inom vilka segment avkastningen har varit god respektive mindre god. Den mogna delen av portföljen har avkastat 18,5 procent per år, vilket överstiger börsutvecklingen med en betydande marginal, medan investeringar i tidiga faser hittills har gett ett sammanvägt resultat nära noll (-0,6 procent per år). Den svaga avkastningen på investeringar i tidiga faser överensstämmer även med utvecklingen i Europa. Den samlade onoterade portföljens avkastning har således påverkats negativt av fondens investeringar i tidig fas. Spridning av investeringar över olika mognadsfaser är emellertid ett av få instrument för riskspridning som fonden har till sitt förfogande. Det faktum att avkastningen hittills har påverkats negativt av investeringar i tidig fas kan därför inte läggas till grund för kritik.

Figur 5.2 Genomsnittlig avkastning inom olika segment av Sjätte AP-fondens onoterade portfölj (IRR, procent p.a.).



5.3.2 Operativ förvaltning

Regeringens bedömning: Sjätte AP-fondens totala avkastning efter kostnader överstiger fondens eget mål med en betryggande marginal, vilket framstår som ett gott resultat.

Regeringens skrivelse för 2002–2006: Sjätte AP-fonden har med bred marginal överträffat styrelsens mål för fonden som helhet och för förvaltningen av fondens likvida portfölj, vilket kan betecknas som ett gott resultat givet förutsättningarna. Målet för fondens onoterade portfölj har hittills inte uppnåtts, trots att den långsiktiga avkastningen klart överstiger fondens avkastning på övergripande nivå och trots att perioden har utsträckts till tio år.

Wassums utvärdering: Sjätte AP-fonden har överträffat målet för operativ aktivitet med hela 2,9 procentenheter per år under de senaste fem åren. Fondens totala avkastning under 2003–2007 uppgick till 11,1 procent per år efter kostnader, medan avkastningskravet var 7,2 procent per år och målet för operativ aktivitet 8,2 procent per år.

Vid beräkning av den totala portföljens avkastning efter kostnader har en differens på en procentenhet uppkommit för 2007 jämfört med fondens egen redovisning. Avkastningen blir 14,1 procent om ingående kapital används som bas för beräkningen medan fonden har redovisat 13,1 procent, vilket beror på att beräkningen har baserats på genomsnittligt kapital. Den förra metoden är korrekt för en stängd fond.

Skälen för regeringens bedömning: I detta avsnitt utvärderas Sjätte AP-fondens förvaltning under de senaste fem åren. Fördelningen mellan strategiska beslut och operativ förvaltning är mindre uttalad för Sjätte AP-fondens del, eftersom styrelsen ofta är involverad i samband med större affärer i onoterade bolag, vilka även kan ha resultat effekter i ett kortare perspektiv. Dock är fondens löpande förvaltning av portföljbolagen i stor utsträckning delegerad till organisationen.

Tabell 5.14 Sjätte AP-fondens avkastning efter kostnader 2003–2007 (procent p.a.).

	2007	2003–2007
Total portfölj	14,1	11,1
Mål	-	8,2
Differens	-	2,9

Källa: Wassum

Sjätte AP-fondens totala avkastning efter kostnader uppgick till 11,1 procent per år under femårsperioden 2003–2007, vilket överträffar målet för verksamheten med 2,9 procentenheter per år (tabell 5.14). Givet målet måste detta betraktas som ett gott resultat. Eftersom femårsperioden inleds 2003 har avkastningen inte påverkats av börsoron 2000–2002. Börsuppgången under de följande åren har dock haft viss effekt, indirekt genom börsens påverkan på de onoterade bolagens värdering och direkt genom fondens placeringar i börsaktier, inte minst under 2006.

Faktaruta 5.2 Värdering av onoterade aktier

Sjätte AP-fondens redovisning, och regeringens utvärdering av Sjätte AP-fondens onoterade portfölj, baseras på EVCA:s riktlinjer (European Private Equity & Venture Capital Association). Generellt gäller att värderingen ska avspegla verkligt värde med beaktande av försiktighet

och konsekvens. För yngre innehav (upp till ett år) innebär det att innehav ska värderas till anskaffningskostnad, om inte en ny finansieringsrunda eller delförsäljning har ägt rum där en väsentlig investering gjorts av tredje part. I så fall bör innehavet värderas med ledning av priset vid denna transaktion med tredje part. Ett annat undantag avser tillfällen när en stadigvarande och väsentlig minskning av värdet på investeringen bedöms ha ägt rum. I det fallet ska en nedskrivning av värdet göras.

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

5.4 Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning

5.4.1 Strategiska beslut

Regeringens bedömning: Premiesparfondens långsiktiga avkastning motsvarar genomsnittet av valbara fonder inom premiepensionssystemet med en liten marginal, vilket är ett tillfredsställande resultat. Resultatet är emellertid något mindre tillfredsställande under den senaste femårsperioden, vilket har motiverat förändringar av fondens strategiska portfölj. Det är dock oklart om fem år är en ändamålsenlig period för att utvärdera strategiska beslut.

Regeringens skrivelse för 2002–2006: Premiesparfondens avkastning har än en gång överträffat genomsnittet för andra fonder inom premiepensionssystemet, vilket bekräftar riktigheten av styrelsens strategiska beslut.

Wassums utvärdering: Under den senaste femårsperioden har Sjunde AP-fonden inte uppnått sina övergripande mål, vare sig för Premiesparfonden eller Premievals-fonden. Premiesparfondens avkastning uppgick till 13,6 procent per år efter kostnader, men före tillägg av den rabatt på förvaltningsavgiften som tillförs spararna inom premiepensionssystemet. Avkastningen mätt på detta sätt understeg avkastningen för samtliga övriga fondinnehav inom premiepensionssystemet (PPM-index) med 1,3 procentenheter per år. Premievals-fondens genomsnittliga avkastning uppgick till 15,0 procent per år, vilket överträffade PPM-index med 0,2 procentenheter per år. Fondens överavkastning räckte emellertid inte riktigt fram till målet (0,35 procentenheter per år). Risken i båda fonderna har varit lägre än risken i PPM-index under den senaste femårsperioden.

Under första halvåret 2007 inleddes omstruktureringar av både Premiesparfonden och Premievals-fonden med syfte att höja risken och därmed skapa bättre förutsättningar för att uppnå målet om att överträffa PPM-index. Bland annat allokerades 10 procent av Premiesparfonden och 20 procent av Premievals-fondens kapital till det nya tillgångsslaget tillväxtmarknadsaktier.

Skälen för regeringens bedömning: Sjunde AP-fonden förvaltar två fonder inom premiepensionssystemet, varav Premiesparfonden intar en

särställning. Dit förs premiepensionsmedel för premiepensionssparare som inte har valt någon annan fond. Vid utgången av 2007 motsvarade Premiesparfonden 28,4 procent av det totala premiepensionskapitalet och var systemets klart största fond med knappt 2,4 miljoner andelsägare. Premievals-fonden, däremot, är en valbar fond som konkurrerar fritt med privata alternativ inom premiepensionssystemet.

Sjunde AP-fondens övergripande mål, som det har formulerats av styrelsen, är att avkastningen för Premiesparfonden över rullande femårsperioder ska överträffa genomsnittet av alla fonder som kan väljas aktivt i premiepensionssystemet (PPM-index) och att detta ska ske till relativt sett lägre risk.³ Målet för Premievals-fonden är att avkastningen ska överträffa PPM-index med 0,35 procentenheter per år.

Tabell 5.15 Sjunde AP-fondens avkastning i förhållande till PPM-index sedan 2003 respektive sedan start (procent p.a.).

	Premiesparfonden		Premievals-fonden	
	2003–2007	Sedan start	2003–2007	Sedan start
Fondavkastning	13,6	1,9	15,0	2,1
PPM-index	14,9	1,3	14,9	1,7
Differens	-1,3	0,6	0,2	0,4

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

Under femårsperioden 2003–2007 uppgick avkastningen för Premiesparfonden till 13,6 procent per år, vilket inte räckte för att överträffa PPM-index. Som framgår av tabell 5.15 uppgick differensen under perioden till -1,3 procent per år. Avkastningen för Premievals-fonden under samma tid uppgick till 15,0 procent per år, vilket överträffade PPM-index med liten marginal (0,2 procent per år) men likväl underskred målet (0,35 procent per år). Resultaten i förhållande till PPM-index har därmed försämrats under senare år, i synnerhet för Premiesparfonden, vilket har samband med den senaste femårsperiodens börsuppgång och med Premiesparfondens jämfört med PPM-index mer balanserade risk. I ett längre perspektiv, sedan förvaltningen av fonderna inleddes hösten 2000, uppvisar avkastningen för Premiesparfonden och Premievals-fonden alltför en liten marginal utöver PPM-index (0,6 respektive 0,4 procentenheter per år).

Det är inte klart vilken period som är lämplig att utnyttja vid utvärdering av strategisk måluppfyllelse, bortsett från att den bör vara längre än den femåriga horisont som här tillämpas vid utvärdering av operativ förvaltning. Sjunde AP-fondens styrelse har likväl valt den femåriga horisonten även för det strategiska målet, vilket kan ha fördelen att underlätta kommunikationen med fondens intressenter men likväl riskerar att bli alltför kort i förhållande till strategins egentliga syfte, att tillförsäkra andelsägarna en så bra pension som möjligt i förhållande till risken i placeringarna. Fem år kan inte förutsättas omfatta en fullständig ekonomisk cykel med både upp- och nedgångar.

³ PPM-index syftar i detta sammanhang på den genomsnittligt valda fondportföljen, dvs. alla fonder exklusive Premiesparfonden.

Under första halvåret 2007 beslutade Sjunde AP-fondens styrelse om ändringar i fondernas strategiska placeringsinriktning med syfte att öka den förväntade avkastningen och krympa avvikelserna i förhållande till PPM-index som bl.a. hade visat sig innehålla en stor andel svenska aktier och aktier från tillväxtmarknaderna. Av dessa skäl har tillväxtmarknadsaktier beretts ett påtagligt utrymme i både Premiesparfonden och Premievals-fonden (10 respektive 20 procent av fondkapitalet). För att bereda utrymme för en sådan förändring har innehavet av övriga globala aktier reducerats (med 11 respektive 18 procentenheter) och innehaven av realränteobligationer minskats (med sex respektive fyra procentenheter). Därutöver har Premiesparfondens exponering mot svenska aktier ökat från 17 till 20 procent och båda fondernas exponering mot riskkapitalfonder (private equity) utökats med två procentenheter till sex procent i Premiesparfonden och tio procent i Premievals-fonden (tabell 5.16). Framtiden får utvisa om 2007 var ett valt tillfälle att genomföra en större förändring av fondernas exponering i den valda riktningen.

Tabell 5.16 Sjunde AP-fondens normalportföljer (procent).

	Premiesparfonden	Premievals-fonden	Index
Svenska aktier	20	20	SBX
Globala aktier	54	50	FTSE
Tillväxtmarknadsaktier	10	20	FTSE
Realränteobligationer	4	-	OMRX-REAL
Nominella obligationer	4	-	JP Morgan
Alternativa investeringar			
Private equity	6	10	FTSE + 4 %
Hedgefonder	2	-	JP Morgan + 2 %
Totalt	100	100	

5.4.2 Operativ förvaltning

Regeringens bedömning: Sjunde AP-fonden har inte nått målen för operativ aktivitet under den senaste femårsperioden. Med hänsyn tagen till att Sjunde AP-fonden, med ett betydande inslag av passiv förvaltning, inte eftersträvar att genomgående överträffa jämförelseindex är resultatet neutralt.

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

Wassums utvärdering: Avkastningen för Premiesparfonden och Premievals-fonden uppgick till 14,1 respektive 15,7 procent per år under de senaste fem åren. Ingen av fonderna har överträffat jämförelseindex under perioden.

Skälen för regeringens bedömning: Under femårsperioden 2003–2007 uppgick den genomsnittliga avkastningen för Premiesparfonden

och Premievalsfonden till 14,1 respektive 15,7 procent per år före kostnader. I båda fallen indikerade jämförelseindex en något högre genomsnittlig avkastning (tabell 5.17).

Styrelsens mål för operativ förvaltning (0,5 procentenheter per år utöver jämförelseindex) har inte uppnåtts. Goda resultat måste uppnås under kommande år om målet ska gå att nå. Det bör dock observeras att betydande andelar av portföljerna förblir passivt förvaltade (två tredjedelar av den svenska aktieportföljen och hälften av den europeiska aktieportföljen är aktivt förvaltad, resten förvaltas passivt). Passiv förvaltning innebär att avkastningen ska motsvara jämförelseindex med små avvikelser som dock kan vara både positiva och negativa. Ett utfall i närheten av index är därför inte lika otillfredsställande som fallet är när huvuddelen av kapitalet förvaltas aktivt, med åtföljande merkostnader.

Tabell 5.17 Sjunde AP-fondens avkastning före kostnader i förhållande till jämförelseindex 2003–2007 (procent p.a.).

	2007	2006	2005	2004	2003	Genomsnitt
Premiesparfonden	5,1	10,8	25,7	10,6	19,5	14,1
Jämförelseindex	5,4	10,8	25,1	11,1	19,5	14,2
Differens	-0,2	0,1	0,6	-0,5	0,0	0,0
Premievalsfonden	8,3	12,0	28,4	10,3	20,7	15,7
Jämförelseindex	8,0	11,9	27,5	11,6	21,4	15,9
Differens	0,3	0,1	0,9	-1,4	-0,8	-0,2

Not. Avser avkastning före kostnader enligt "stängningskursmodellen".

Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna

Bakgrund

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

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

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

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

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

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

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

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

OECD, utan att dessa för den skull ska anses gälla AP-fonderna i sin helhet. Skr. 2007/08:130

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

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

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

Styrelsernas roll

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

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

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

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

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

Tillsättning av styrelser

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

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

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

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

Svensk kod för bolagsstyrning har hittills innehållit en uttrycklig gräns vid tolv år, efter vilken en ledamot inte längre har ansetts vara oberoende i förhållande till bolaget och dess ledning. Denna uttryckliga gräns är nu på väg att ersättas av borsreglernas mer allmänna skrivningar om att mer än hälften av stämموvalda styrelseledamöter ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen och att frågan ska avgöras efter en samlad bedömning (Noteringskrav 4.1.4, OMX Nordic Exchange). Styrelsernas ansvar som ensamma ansvariga för verksamheten, i kombination med kravet att AP-fonderna ska uppbära allmänhetens förtroende, motiverar att höga krav ställs på ledamöternas oberoende i detta fall. Kravet på oberoende gäller hela styrelsen, inte endast en andel av styrelsen, och begränsningen bör vara någorlunda tydligt för att underlätta praktisk tillämpning. En begränsning vid cirka tio år ligger väl inom ramarna för vad som i andra sammanhang har ansetts rimligt för att upprätthålla ledamöternas oberoende och bidrar dessutom till att skapa rimliga förväntningar angående uppdragets slutliga varaktighet.

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

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

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

Regeringens utvärdering

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

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

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

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

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

Vid utvärdering av fondernas operativa förvaltning kan den utvärderingshorisont på fem år som tidigare använts bedömas vara en lämplig avvägning mellan önskvärdheten av långsiktighet och behovet av effektiv styrning. Vid utvärdering av styrelsernas strategiska beslut bör den granskade perioden vara längre.

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

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

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

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

En utvärdering av fondernas verksamhet enligt ovan, i kombination med en fortgående dialog, har förutsättningar att bidra till fondernas utvecklingsarbete och till en god måluppfyllelse, vilket kan antas vara till långsiktig nytta för pensionssystemet. Även denna policy kan komma att utvecklas och förbättras i dialog med fondernas styrelser. Skr. 2007/08:130

Resultatutvärdering av de allmänna pensionsfonderna

för perioden t.o.m. 2007-12-31

11 april, 2008

För
Finansdepartementet

Av
hewitt wassum investment partners.

Wassum Investment Consulting AB
Box 5759, Stureplan 4C
114 87 STOCKHOLM, SWEDEN

Tel. +46 8 407 0000

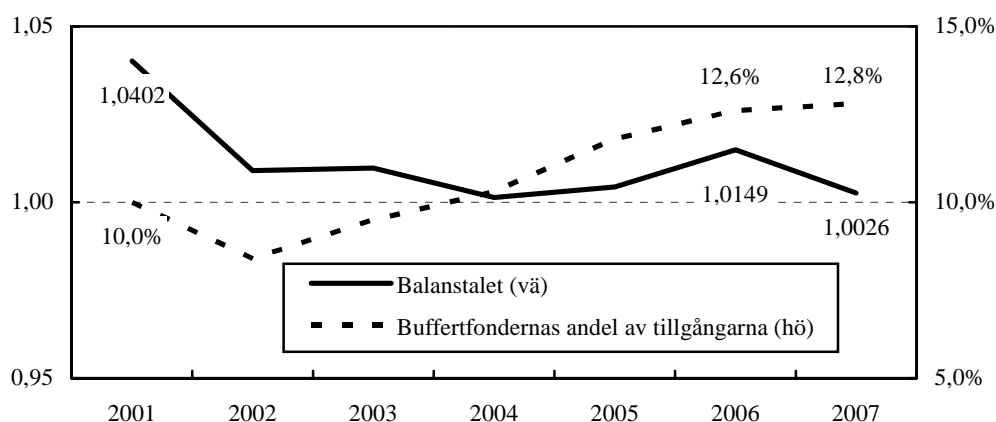
www.wassum.com

Huvudsakliga resultat och slutsatser

På uppdrag av Finansdepartementet genomför Hewitt Wassum Investment Partners (HWIP) en årlig utvärdering av AP-fondernas kapitalförvaltning. Årets utvärdering omfattar perioden t.o.m. 2007-12-31.

Målen för pensionssystemet har uppnåtts trots att balanstalet utvecklades negativt under 2007

På övergripande nivå är slutsatsen att buffertfondernas (AP1-AP4 och AP6) förvaltning har bidragit till att stabilisera utgående pensioner i enlighet med målsättningen för pensionssystemet (se diagram som beskriver utvecklingen för balanstalet och fondernas andel av de totala tillgångarna nedan).



Fondstyrelserna har, trots den inledande turbulensen under 2001-2002, varit uthålliga i sina placeringsstrategier vilket bidragit till att den reala avkastningen (efter avdrag av kostnader) uppgår till ca 185 mdkr under de senaste sju åren. Utan denna avkastning hade den automatiska balanseringen utlöst. Buffertfonderna kan därför sägas ha bidragit till den finansiella stabilitet som fortfarande råder inom det allmänna pensionssystemet vid utgången av år 2007.

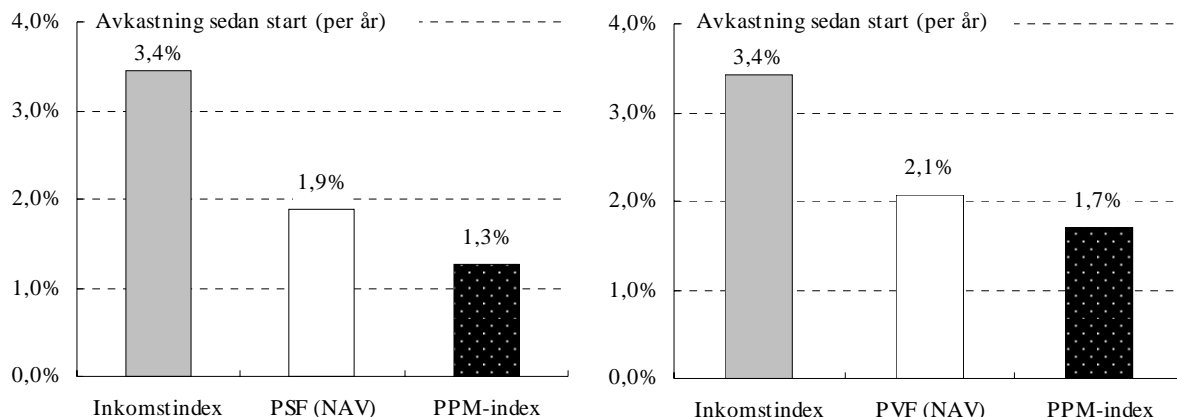
Premiespar- och Premievalsfondens årliga avkastning överstiger avkastningen för PPM-index men har hittills inte tillfört värden jämfört med inkomstindex

Med syfte att belysa resultaten av Sjunde AP-fondens förvaltning av Premiespar- och Premievalsfonden (PSF respektive PVF) är det intressant att göra jämförelser med såväl uppräknningen av inkomstindex som utvecklingen för PPM-index.

Den första jämförelsen svarar på frågan huruvida det totalt sett har inneburit något mervärde för spararna att investera i fonderna jämfört med att inte ha möjlighet att placera premiepensionsmedel. Den andra jämförelsen svarar på frågan huruvida det har inneburit något mervärde att investera i PSF respektive PVF jämfört med att investera premiepensionsmedlen på samma sätt som samtliga premiepensionssparare väljer att investera.

I diagrammen nedan redovisas avkastningen per år för PSF, PVF, inkomstindex och PPM-index sedan starten av respektive fonds förvaltning (observera att skillnaden i

PPM-index mellan de två fonderna beror på att fonderna startade sin förvaltning vid olika tidpunkter).



Inkomstindex har stigit med 3,4 % per år sedan förvaltningen av de två fonderna inleddes. Fondernas avkastning har samtidigt varit 1,9 respektive 2,1 % per år för PSF respektive PVF. Därmed har avkastningen inte nått upp till utvecklingen för inkomstindex. Skälet till detta är att förvaltningen startades vid en tidpunkt som kan betraktas som ogynnsam för aktieinvesteringar – under 2001 och 2002 var avkastningen för de globala aktiemarknaderna totalt sett med mellan -33 och -38 % (för valutakurssäkrade respektive ej valutakurssäkrade globala aktier).

Fondernas avkastning har däremot överträffat avkastningen för PPM-index (0,6 och 0,4 procentenheter per år för PSF respektive PVF). Det har alltså varit något bättre för premiepensionsspararna att vara investerade i dessa fonder jämfört med den genomsnittliga spararen.

API och AP6 har uppnått sin långsiktiga målsättning

I tabellen nedan redovisas den uppnådda reala avkastningen tillsammans med de långsiktiga målsättningar som har ställts upp av AP1-AP4.

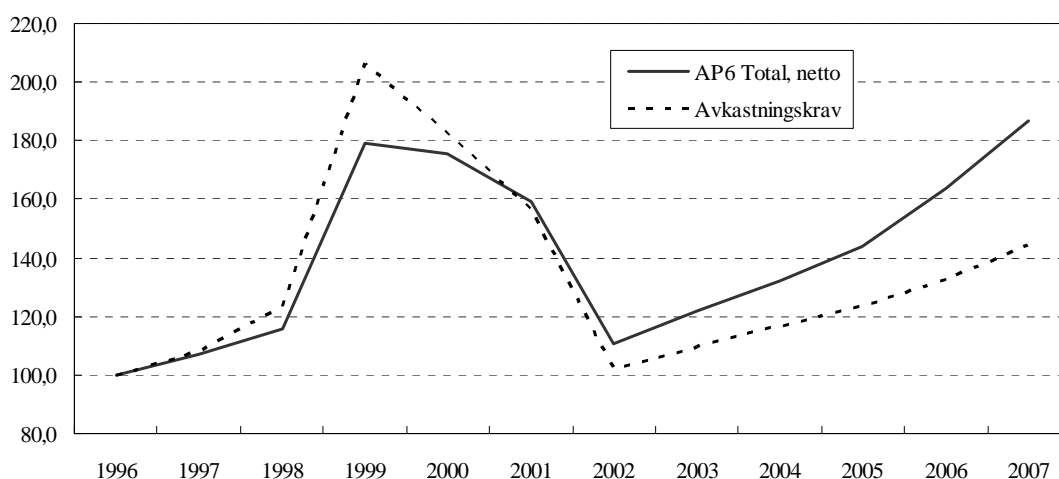
AP-fond	Uppnådd real avkastning per år 2001-2007	Genomsnittlig målsättning 2001-2007, real avkastning per år	Övrigt/kommentar
AP1	3,4%	3,1% - 4,1%	Målet anges till mellan 5,1 och 6,1 % per år i nominella termer.
AP2	4,0%	4,3%	Målet fr.o.m. 2007 har höjts till 5,0 % och inkluderar bidrag från aktiv förvaltning.
AP3	3,8%	4,0%	-
AP4	2,5%	4,5%	-

Den reala avkastningen under de första sju åren uppgår till mellan 2,5 och 4,0 % per år för de fyra första buffertfonderna (se tabell ovan). AP1 är den enda fond som har uppnått den nedre delen av intervallet för målsättningen med en real avkastning på 3,4 % per år. De tre övriga fonderna har alltså, i formell mening, inte uppnått den målsättning

som har ställts upp av respektive fond. Resultatet för både AP2 och AP3 är emellertid nära målsättningen. Vid förra årets utvärdering konstaterades att tre av fyra fonder hade uppnått målsättningen. Skälen till att måluppfyllelsen försämrats något är att inflationen tog fart under 2007 samtidigt som avkastningen på både ränte- och aktiemarknaderna var blygsam.

Med syfte att belysa resultaten inom AP1-AP4 ur ytterligare ett perspektiv har en s.k. simulering genomförts. Simuleringen innebär att fondernas verkliga resultat jämförs med resultaten av ett stort antal alternativa portföljstrategier som var tänkbara vid periodens inledning. Analysen ger bilden av att fondernas avkastning totalt sett har varit konkurrenskraftig och i vissa enskilda fall t.o.m. bra (för AP2 och AP3). Vid en jämförelse mellan de verkliga *riskjusterade* avkastningarna och de simulerade dito gäller emellertid inte samma slutsats – den riskjusterade avkastningen har varit något sämre jämfört med den rena avkastningen. Den främsta orsaken till detta är att aktiemarknadernas avkastning, jämfört med räntemarknadernas, under de senaste 6,5 åren inte givit tillräcklig kompensation för den extra risk som det har inneburit att vara investerad i dem.

I diagrammet nedan framgår den totala nettoavkastningen för AP6 tillsammans med det nominella avkastningskravet under de senaste elva åren.



Fondens avkastningskrav uttrycks i nominella termer och skapas fr.o.m. 2003 genom en riskpremiemodell (före 2003 användes ett aktiemarknadsindex och ett index som är vägt mellan aktie- och räntemarknad). Detta leder till att kravet inte är direkt jämförbart med de fyra första fondernas fastställda målsättningar. Under de senaste elva åren har AP6 presterat en högre avkastning än det övergripande avkastningskrav som styrelsen har fastställt. Portföljens avkastning uppgår till 5,9 % per år efter avdrag för kostnader vilket är 2,4 procentenheter högre än kravet.

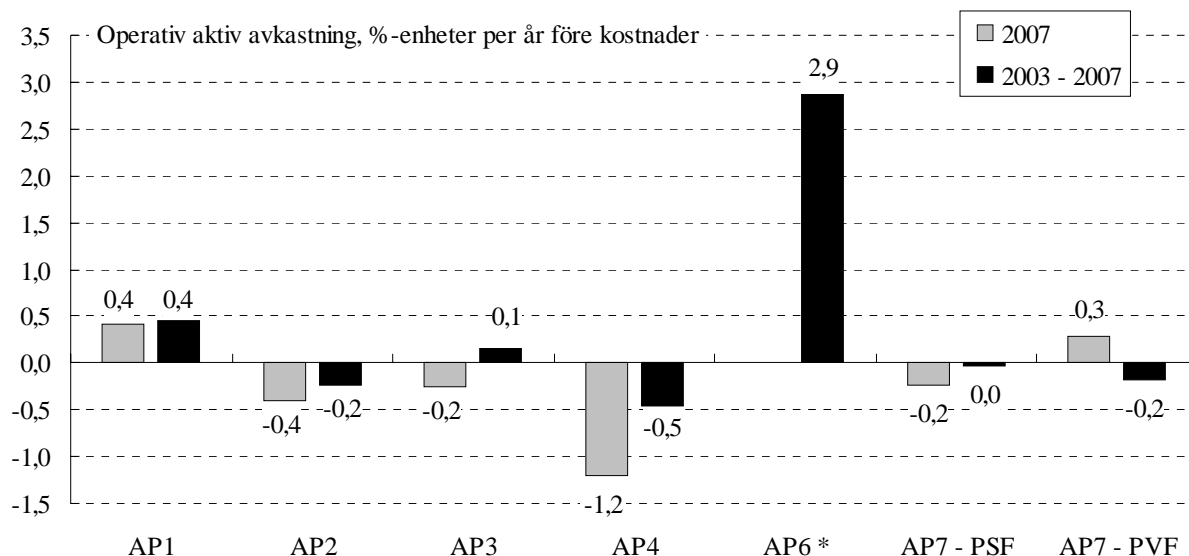
Fondernas (AP1-AP4) strategiska aktivitet har bidragit med stora värden

De fyra första buffertfonderna förändrar från tid till annan sina övergripande investeringsstrategier. Detta sker mot bakgrund framåtblickande analyser med såväl en långsiktig (tio år eller mer) som en medelfristig (1-5 år) placeringshorisont. Under de senaste 6,5 åren har den sammantagna effekten av fondernas strategiska aktivitet inneburit att

ett betydande värde har tillförts till pensionssystemet (ca 14,8 mdkr). Detta motsvarar en avkastning på ca 0,4 procentenheter per år.

AP6 är den enda av fonderna som har uppnått sin målsättning för operativ aktivitet¹

I diagrammet nedan redovisas resultatet av AP-fondernas operativa, aktiva förvaltning.



AP6 har överträffat sin målsättning för den operativa aktiviteten med hela 2,9 procentenheter per år under de senaste fem åren. Emellertid har ingen av de övriga fonderna uppnått målsättningen under den senaste femårsperioden. AP1 har haft en överavkastning på 0,45 procentenheter per år och är därmed mycket nära att uppnå målsättningen (0,50 procentenheter per år). AP3 är den enda av de övriga fonderna som har haft en överavkastning (ca 0,15 procentenheter per år) medan AP2, AP4 och AP7 har haft en underavkastning. (* AP6 anges netto efter kostnader).

Ökad handlingsfrihet kan förbättra buffertfondernas (AP1-AP4) och Sjunde AP-fondens bidrag till pensionssystemet

Uppdragsgivaren har valt att fördela förvaltningen av kapitalet på fyra oberoende buffertfonder (AP1-AP4). Ett viktigt motiv till delningen var att införa en hög grad av riskspridning avseende de strategiska och operativa beslut som skulle fattas av fonderna. För närvarande är fondernas övergripande tillgångsfördelningar emellertid relativt lika, vilket leder till slutsatsen att graden av riskspridning inte är hög.

En grundläggande förutsättning för att fondernas agerande ska kunna resultera i en ökad riskspridning är att de har mycket stor frihet att bestämma investeringsstrategi. Strukturen med fyra fonder är redan vald, och då bör uppdragsgivaren lägga tillrädda regelverket så att fondernas förutsättningar att skapa riskspridning i framtiden blir så stora som möjligt. Varje åtgärd som medverkar till att fonderna kan bli olika i framtiden är således

¹ Se avsnitten "Den formella beslutsstrukturen inom AP1-AP4 döljer en stor del av aktiviteten" och "Aktiva portföljbeslut bidrar med stora värden inom AP1-AP4" nedan för en definition av begreppet operativ aktivitet.

till godo och leder till ett bättre system med avseende på den ursprungliga tanken om riskspridning mellan fyra oberoende fonder. Slutsatsen av resonemanget är att de övergripande placeringsrestriktionerna bör tas bort.

Även AP7 begränsas av vissa restriktioner (PSF). Dessa utgörs av krav på låg risk samt att uppdragsgivaren har uttalat en koppling till den förväntade pensionsnivån för de pensionssparare som väljer att investera i andra PPM-fonder. Därmed har AP7 tagit sin strategiska utgångspunkt i den genomsnittliga tillgångsfördelningen i PPM. Om kravet på låg risk i förhållande till andra privata förvaltare av pensionskapital togs bort skulle utvärderingen av avkastning och risknivå i förhållande till PPM-index kunna ersättas med målsättningar, och en investeringsstrategi, som har bäring på vad som har relevans för en bra pension (t.ex. målsättningar om avkastning utöver uppräkningsindex eller en absolut avkastning i reala termer). Denna ordning liknar alltså den som redan gäller för förvaltningen av Premievals-fonden.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

HUVUDSAKLIGA RESULTAT OCH SLUTSATSER	2
INLEDNING	8
UTVECKLINGEN PÅ KAPITALMARKNADERNA	10
UTVÄRDERINGSPROCESSEN	15
RESULTAT OCH SLUTSATSER OM AP-FONDERNAS BIDRAG TILL DET ALLMÄNNA PENSIONSSYSTEMET	17
RESULTAT OCH SLUTSATSER OM AP-FONDERNAS STYRELSEARBETE	26
RESULTAT OCH SLUTSATSER OM AP-FONDERNAS OPERATIVA FÖRVALTNING.....	35
FÖRSTA AP-FONDEN.....	36
ANDRA AP-FONDEN.....	40
TREDJE AP-FONDEN	45
FJÄRDE AP-FONDEN	49
SJÄTTE AP-FONDEN	53
SJUNDE AP-FONDEN.....	60

Inledning

I enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och Lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden ska regeringen årligen göra en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar samt genomföra en utvärdering av fondmedlens förvaltning. Behovet av utvärdering understryks och utvecklas också i ”Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna” som redovisades första gången i Regeringens skrivelse 2005/06:210.

Uppdrag

Finansdepartementet har utsett Hewitt Wassum Investment Partners (HWIP) som rådgivare vid utvärderingen av AP-fondernas förvaltning. HWIP är ett samarbete mellan investeringskonsulterna Wassum Investment Consulting AB och Hewitt Associates.

Uppdragets syfte är att utvärdera den totala förvaltningen inom AP-fonderna. Det innebär för det första att styrelsernas beslut och beslutsprocesser måste beskrivas och utvärderas, och för det andra ska det operativa förvaltningsresultatet utvärderas (jämfört med den investeringsstrategi som styrelsen för respektive AP-fond har valt).

Översikt av rapporten

Allra först i rapporten redovisas de huvudsakliga slutsatserna i sammanfattande form. Därmed innehåller avsnittet inga fördjupningar eller detaljerade resonemang. Rapporten fortsätter sedan med en kort inledning som bl.a. beskriver såväl fondernas som HWIPs uppdrag. Därefter ges en kort redogörelse för kapitalmarknadernas utveckling under den period AP-fonderna verkat i sina nuvarande roller, följt av en redogörelse av den arbetsprocess som HWIP följt under utvärderingen.

Därefter följer tre avsnitt som i detalj redovisar resultaten och slutsatserna. Det är framför allt tre huvudområden eller -frågor som är fokus för analysen.

- Hur bidrar AP-fonderna till det allmänna pensionssystemet?
- Vilket utfall har styrelsebesluten inom AP-fonderna haft?
- Hur har den operativa förvaltningen bidragit?

Avslutningsvis återfinns rapporter som ger en fördjupad inblick i resultaten för respektive AP-fond.

Anvisningar till läsaren

I rapporten förekommer på många ställen (i text, tabeller och diagram) olika avkastningstal, riskmått och riskjusterade nyckeltal.

För avkastningstal gäller generellt att avkastningen uttrycks på årsbasis (eller per år) i det fall perioden överstiger 12 månader. Ett annat sätt att uttrycka detta är att säga att avkastningstal visas och uttrycks som en effektiv årsränta, vilket t.ex. gör dem jämförbara med räntan på ett bankkonto. Om perioden i något fall är 12 månader eller kortare

redovisas den ackumulerade avkastningen, d.v.s. ingen annualisering görs i det fall perioden är ett år eller kortare.

För riskmått (t.ex. standardavvikelser och aktiva risktal) uttrycks det aktuella värdet alltid på årsbasis – riskmått redovisas heller inte för perioder som är kortare än 12 månader. Beräkningen av risker utgår vidare från de månatliga avkastningstalen i en given tidsserie. Detta gäller också i de fall den ursprungliga avkastningsberäkningen har konstruerats med tillgång till dagliga marknadsvärderingar (vilket är det normala).

Alla avkastnings- och risktal är beräknade i svenska kronor.

AP-fonderna - en integrerad del av det allmänna pensionssystemet

AP1-AP4s syfte är att tjäna som en buffert för påfrestningar på det allmänna pensionssystemets likviditet samt att bidra till dess långsiktiga finansiering. Fondernas investeringsstrategier ska baseras på de långsiktiga åtagandena i pensionssystemet, särskilt när det gäller prognoser för när i tiden likviditetsunderskott inträffar samt deras storlek. Den 1 januari 2001 började AP1-AP4 agera i sina nya roller och respektive AP-fond mottog identiska startportföljer i termer av storlek och innehåll. Det förelåg vid den tidpunkten ett behov av att vidta större omplaceringar för att uppnå den investeringsstrategi som respektive styrelse valde och AP1-AP4 hade i huvudsak gått igenom denna omstruktureringsfas vid utgången av halvårsskiftet 2001. För flera av fonderna har den nya rollen i pensionssystemet inneburit väsentliga ökning av antalet anställda, organisatoriska förändringar samt införande av nya systemlösningar och övriga arbetsrutiner.

AP6 är också en del av bufferten för eventuella påfrestningar på pensionssystemets likviditet. Fonden har särskilt utsetts att förvalta investeringar i svenska små och medelstora företag samt givits möjlighet till obegränsade investeringar i noterade tillgångar. Detta leder till att fonden intar en särställning såväl i investerings- som utvärderingshänseende. Förvaltningen inom AP6 startade redan under 1996.

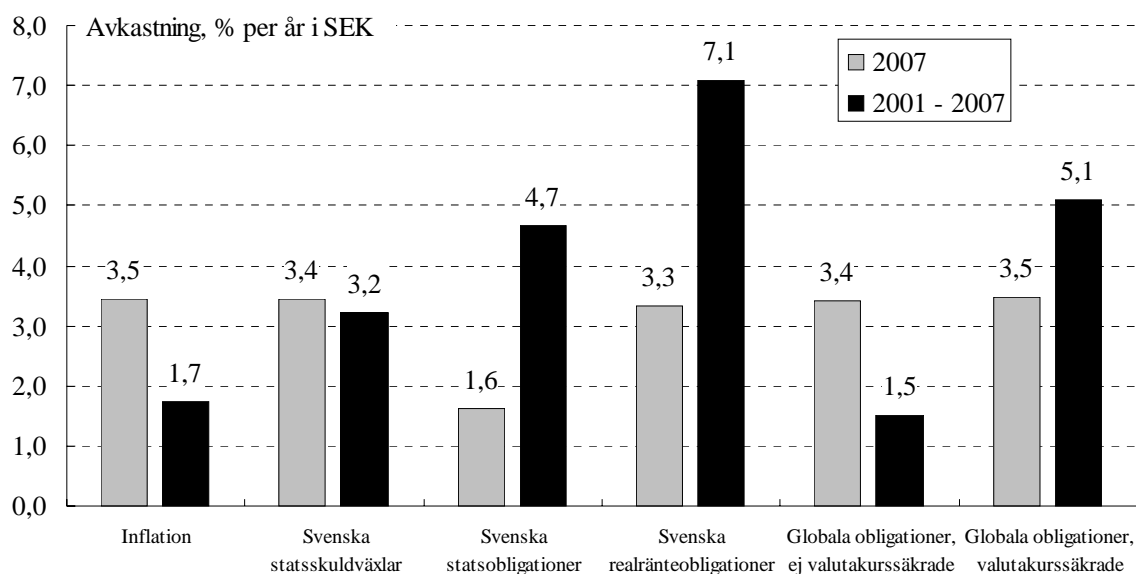
AP7 är däremot inte en del av bufferten för påfrestningar på pensionssystemets likviditet. Fonden förvaltar istället två värdepappersfonder – Premiesparfonden och Premievals-fonden (kallas nedan PSF och PVF) inom ramen för Premiepensionsmyndighetens (PPM) fondutbud. PSF är den fond som tilldelas de pensionssparare som inte aktivt väljer andra fonder och PVF är en fond som kompletterar det övriga fondutbudet inom ramen för premiepensionssystemet. Investeringsstrategin i de två fonderna ska ta utgångspunkt i de nuvarande och framtida premiepensionsspararnas bästa intresse. AP7 inrättades 1998 och kapitalförvaltningen av fonderna startade under hösten 2000. Fonden har alltså genomgått en uppstartsfas som kan liknas vid dem som genomgicks inom AP1-AP4.

Utvecklingen på kapitalmarknaderna

Under 2007 bröts den starka uppåtgående trenden som har varit närvarande på de utvecklade aktiemarknaderna under perioden 2003-2006. Svenska aktier gav en negativ avkastning medan globala aktier (i utvecklade länder) åtminstone gav några procents positiv avkastning. Undantaget utgjordes av tillväxtmarknadsaktier vars avkastning var fortsatt mycket hög under 2007. Året präglades också av att inflationen tog fart. För helåret uppgick förändringen av KPI till hela 3,5 % vilket ledde till att inte något räntebärande tillgångsslag förmådde prestera en positiv real avkastning.

Bland de mera ”traditionella” tillgångsslagen är det fortfarande svenska realränteobligationer som uppvisar den högsta långsiktiga avkastningen (7,1 % per år under perioden 2001-2007), närmast följt av svenska aktier och valutakurssäkrade globala obligationer (6,0 respektive 5,1 % per år). Den allra högsta avkastningen har emellertid globala tillväxtmarknadsaktier uppvisat med en årlig avkastning på hela 17,1 %. De fonder som tidigt investerat i tillväxtmarknader har alltså kunnat dra stor nytta av detta.

Inflation och obligationsinvesteringar

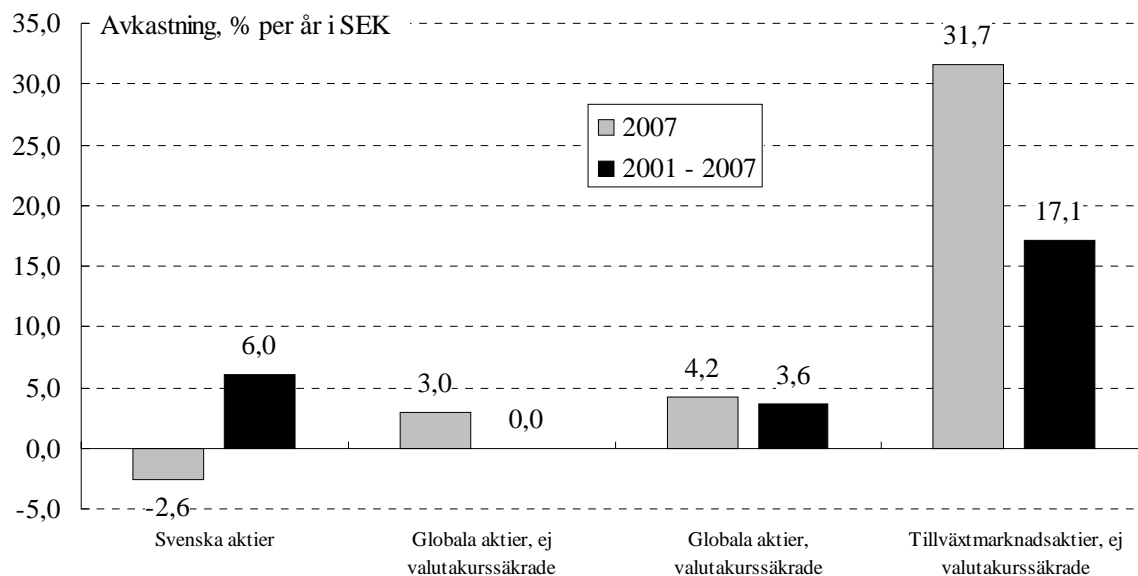


Inflationen (KPI) uppgick till ca 3,5 % under 2007 vilket var mycket högre än genomsnittet för de sex föregående åren (1,5 % per år). Under den senaste sjuårsperioden har inflationen således varit 1,7 % per år vilket fortfarande är väsentligt lägre jämfört med målet på 2 % per år. Under enskilda år har inflationen t.o.m. varit lägre än det nedre gränsvärde som har definierats av Riksbanken (1-3 % per år). Den underliggande inflationen enligt KPIX (som utesluter effekter av räntekostnader för egna hem samt förändringar i nettot av direkta effekter av ändrade indirekta skatter och subventioner) har också ökat med 1,7 % per år under de senaste 7 åren.

2007 präglades av stigande långa svenska nominella räntor. Ränteuppgången slutade på mellan 0,4 och 0,6 procentenheter för de två längsta statsobligationerna vilket medförde att avkastningen var blygsam under helåret (ca 1,6 %), särskilt i jämförelse med genomsnittet av de föregående sex åren (5,2 % per år). Räntan på svenska långa realränteobligationer utgivna av svenska staten steg också något (ca 0,1 procentenhet) vilket med-

förde att den totala avkastningen (3,3 %) inte räckte till för att täcka inflationen. Utvecklingen för räntorna på internationella långa nominella statsobligationer var mer blandad. Räntorna för Japanska, brittiska och amerikanska långa statsobligationsräntor sjönk, i vissa fall kraftigt (-1,20 procentenheter för amerikanska femåriga statsobligationer) medan euroräntorna steg (0,19 procentenheter för femåriga statsobligationer och 0,36 procentenheter för tioåriga dito).

Publika aktiemarknader

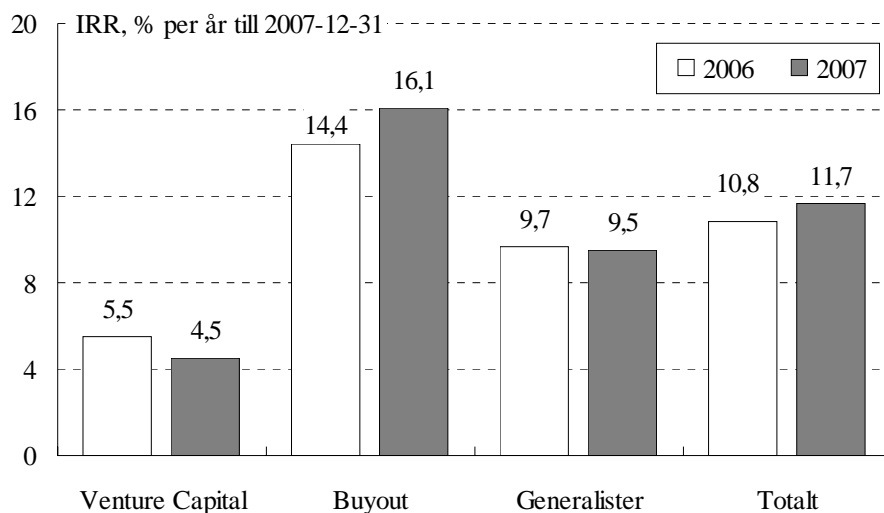


Under 2007 avstannade aktiemarknadernas mycket starka utveckling från den föregående fyraårsperioden (2003-2006). Vid slutet av maj var den totala avkastningen (inkl. utdelningar) för svenska aktier hela 16 % och för globala aktier ca 10 %. Därefter föll börserna väsentligt – helåret innebar en negativ avkastning för svenska aktier (-2,6 %) medan de globala aktierna slutade på några procents positiv avkastning (mellan 3 och drygt 4 %). Avkastningen på globala tillväxtmarknadsaktier var emellertid fortsatt mycket hög under 2007 (31,7 %).

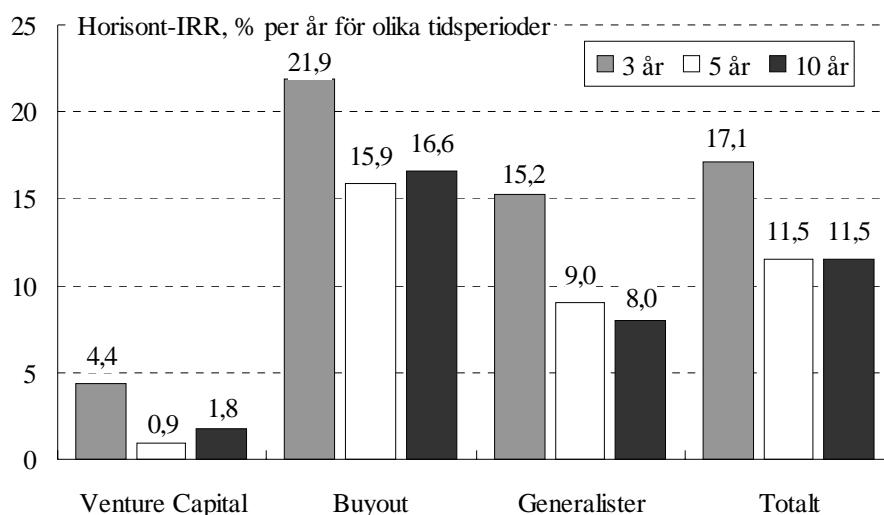
Onoterade aktier

Grafen nedan visar utveckling sedan start för europeiska private equityfonder (preliminära siffror under 28 år t.o.m. 2007²). Totalt sett har internräntan varit 11,7 % per år efter avdrag för förvaltningskostnader och övriga arvoden. Venture har utvecklats väsentligt sämre än buyout under tidsperioden samtidigt som generalister presterat ungefär som hela marknaden. Detta mönster har funnits under flera år och beror framförallt på att venture capitalfonder minskade kraftigt i värde under IT-kraschen efter millennieskiftet.

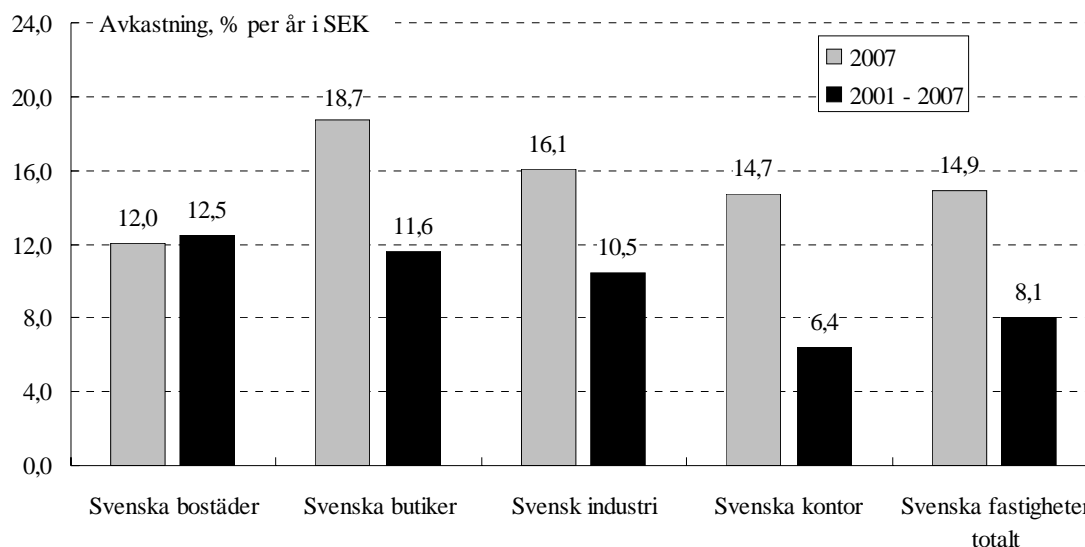
² Källa: Press release från Thomson Financial, 14:e mars 2008 och 12:e juni 2007.



Sett på lite kortare sikt har marknaden haft en klart positiv trend de senaste tre åren, internräntorna är klart högre för alla delmarknader liksom för hela marknaden i jämförelse med avkastningen de senaste fem och tio åren. Buyoutfonder har gett bäst avkastning oberoende av tidshorisont.

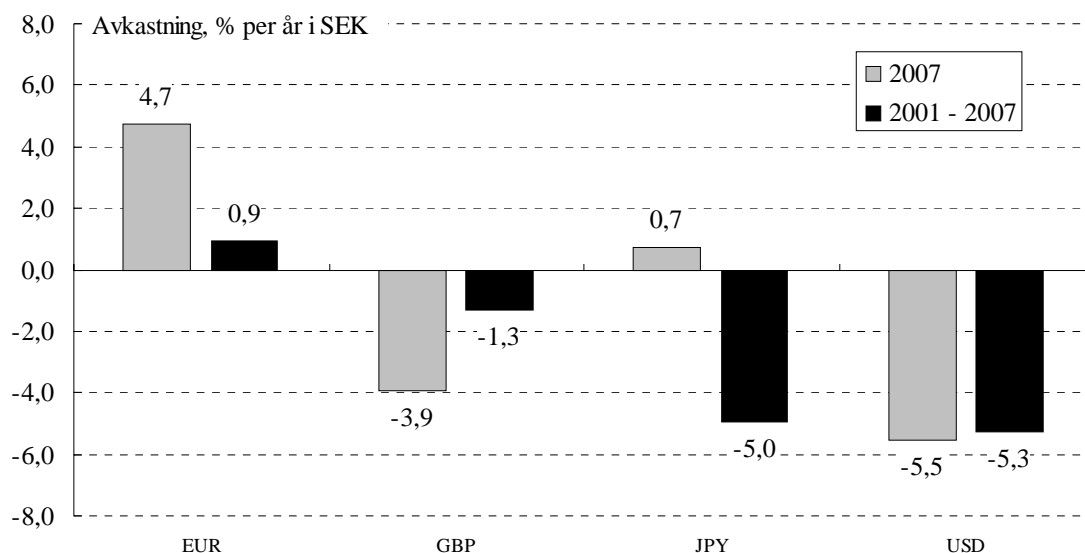


Fastigheter



Totalt sett har svenska fastigheter haft hög avkastning under de senaste åren (8,1 % per år i sju år³). Jämfört med svenska statsobligationer har avkastningen varit 3,4 procentenheter högre per år. Avkastningen har varit särskilt hög på bostadsfastigheter och butiker.

Valutor



Den svenska kronan stärktes under 2007 med ca 4 respektive 5,5 % jämfört med det brittiska pundet och den amerikanska dollarn. Däremot försvagades kronan väsentligt mot Euron (med 4,7 %) och marginellt mot den japanska yenen. Skillnaderna i avkastning mellan valutakurssäkrade och ej valutakurssäkrade placeringar var något mindre under 2007 jämfört med de närmast föregående åren. Sett över hela sjuårsperioden har

³ Källa: SFI/IPD.

en hög grad av valutakurssäkring av exempelvis globala aktie- eller räntemandat varit en gynnsam strategi.

Utvärderingsprocessen

Avgränsning av uppdraget

Vid analysen av AP-fondernas bidrag till det allmänna pensionssystemet som helhet studeras hela den period som fonderna har existerat i sina nuvarande roller i pensionssystemet. I praktiken innebär detta att analysen omfattar de senaste sju åren (2001-2007).

Vad gäller bedömningen av strategiska styrelsebeslut omfattar utvärderingen för AP1-AP4 de senaste sex och ett halvt åren (från 2001-06-30 t.o.m. 2007-12-31). Utvärderingen av AP6 omfattar hela perioden sedan fondens start och för AP7 utvärderas såväl hela perioden sedan fondförvaltningens start som de senaste fem åren.

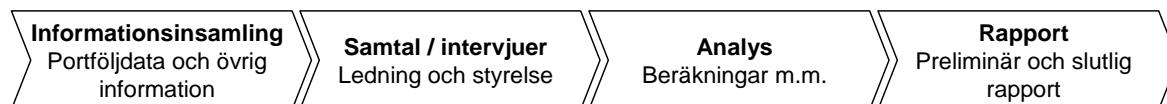
Vad gäller bedömningen av de operativa förvaltningsresultaten omfattar utvärderingen för AP1-AP4 och AP6 de senaste fem åren (från 2002-12-31 t.o.m. 2007-12-31). För AP7 omfattar utvärderingen de senaste fem åren.

Vid tidigare utvärderingar (2002 och 2003) har omfördelningsprocesser för att implementera nya strategiska beslut befunnits vara bristfälligt planerade eller genomförda hos vissa av AP-fonderna (se "Regeringens skrivelse 2002/03:130"). Detta har medfört att förutsättningarna att i efterhand objektivt kunna utvärdera det aktiva resultatet försämrats. Mot bakgrund av detta har HWIP och finansdepartementet beslutat att för nämnda fonder inte fokusera på aktiva resultat under det första halvåret 2001. Av liknande skäl har ett s.k. transitionsindex konstruerats för AP6 under 1997 och 1998.

I utvärderingen ingår inte att genomföra särskilda revideringar av prissättningen för enskilda värdepapper (fonderna granskas av externa revisorer i detta avseende). Avstämning mot placeringsregler ingår inte heller som en fokus i uppdraget. Större avvikelser på den strategiska nivån kommer självfallet att noteras.

Arbetsprocess

Genomförandet av uppdraget kan delas in i fyra steg:



Under projektets gång har HWIP sammanträffat med samtliga fonder vid minst tre tillfällen. Utöver detta har kommunikation ägt rum via telefon och e-post för att diskutera specifika teman, reda ut missförstånd och korrigera eventuella faktauppgifter.

Under projekttiden har HWIP haft löpande kontakt med finansdepartementet för att diskutera projektets fortskridande samt dess resultat och slutsatser. En preliminär rapport skickades till departementet och AP-fonderna ca två veckor före leveransen av den slutliga rapporten. Syftet med detta var att inhämta fondernas och departementets synpunkter och därigenom förbättra den slutliga rapportens kvalitet.

Validering

Ett förekommande problem vid portföljutvärdering är att historiska data ändras, vilket leder till inkonsekvens vid avkastningsberäkning. Utvärderingen omfattar därför en validering av fondernas avkastningsuppgifter.

Portföljutvärderingen bygger samtidigt på att jämförelseindex är relevant samt konstruerat på ett korrekt sätt. Jämförelseindex bör utgöra en objektiv skattning av avkastningen för det tillgångsslag som förvaltaren försöker överträffa.

Exkludering av illikvida tillgångar vid mätning av operativ aktivitet inom AP1-AP4

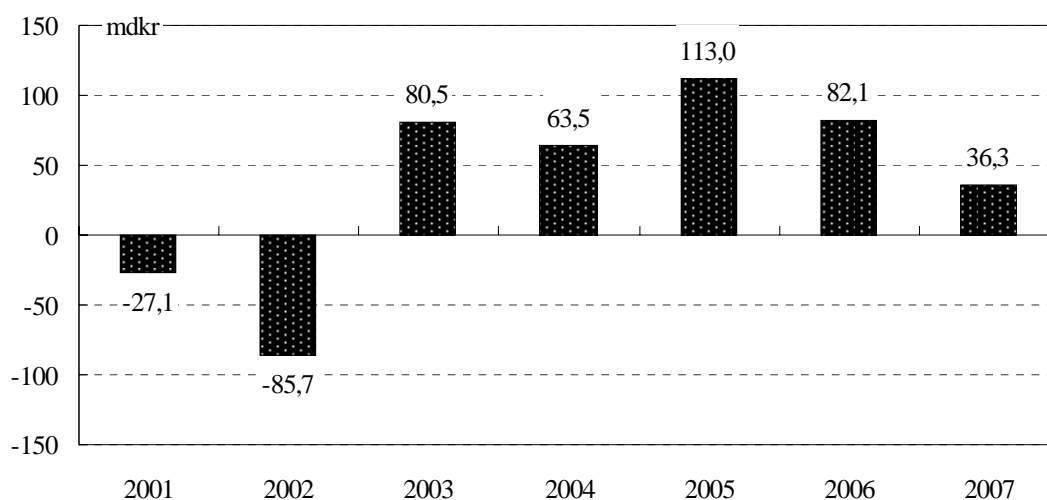
Vid en utvärdering av de operativa och aktiva förvaltningsresultaten är det viktigt att mäta det som i hög utsträckning är påverkningsbart för förvaltningsteamet. Med syfte att "renodla" utvärderingen av operativa portföljbeslut inom AP1-AP4 exkluderas därför onoterade tillgångar med låg likviditet och infrekvent marknadsprissättning (såsom fastigheter och onoterade innehav) från mätningen av resultatet. Därmed kan vissa mindre skillnader uppstå mellan det som en enskild AP-fond har angett som sin operativa aktiva avkastning och den operativa aktiva avkastning som HWIP anger för den s.k. likvidportföljen. Emellertid mäter AP1-AP4 för närvarande de operativa aktiva portföljbesluten enligt samma tillvägagångssätt som HWIP.

Resultat och slutsatser om AP-fondernas bidrag till det allmänna pensionssystemet

AP-fonderna har tilldelats olika uppgifter i det reformerade allmänna pensionssystemet. En viktig del av utvärderingen är att bedöma hur väl fonderna fungerar i sina respektive roller.

Målen för pensionssystemet har uppnåtts trots att balanstalet utvecklades negativt under 2007

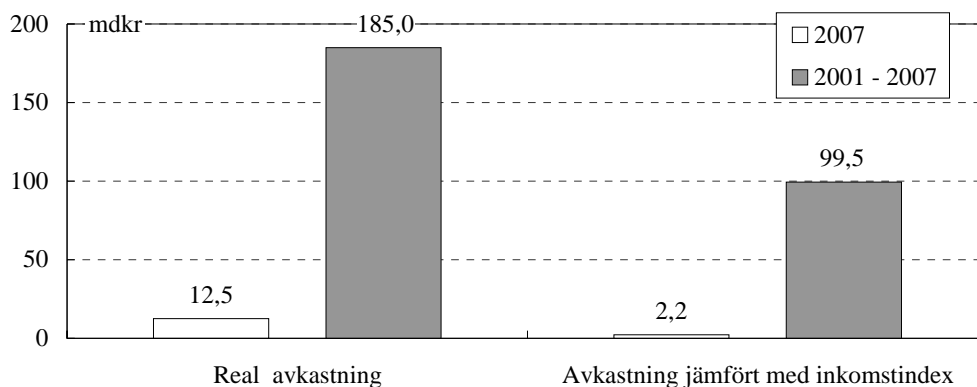
Resultatet för buffertfonderna (AP1-AP4 och AP6) under de sju senaste åren redovisas i diagrammet nedan (efter avräkning av samtliga kostnader).



Buffertfondernas resultat var drygt 36 mdkr under 2007. Den mycket starka uppåtgående trenden för såväl svenska som globala aktier bröts under sommaren vilket medförde att avkastningen under 2007 blev väsentligt lägre jämfört med de föregående åren. Totalt sett uppgår det ackumulerade sjuårsresultatet till ca 262,6 mdkr, vilket ger ett sammanlagt utgående värde på drygt 898 mdkr. Det goda sammanlagda resultatet under de senaste åren kan till stor del förklaras av att fonderna (AP1-AP4) har hållit fast vid en långsiktig strategi som inkluderar väsentliga andelar riskfyllda tillgångar såsom aktier.

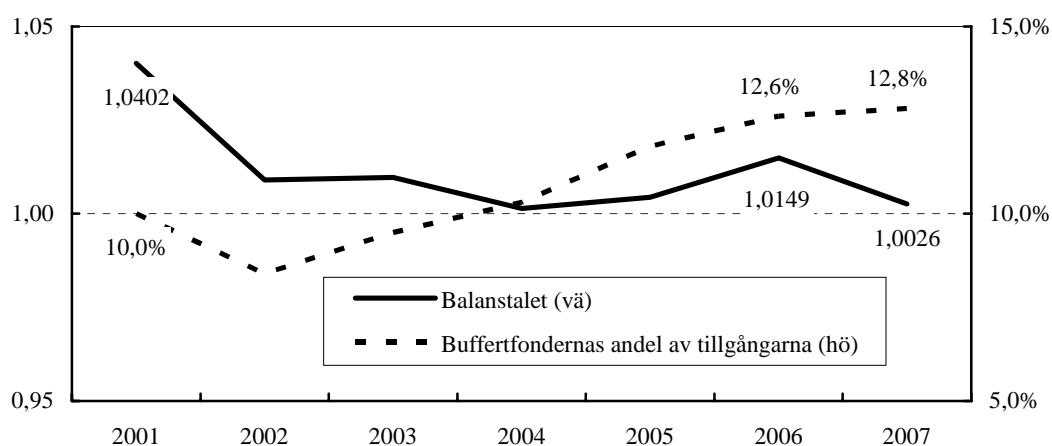
För att få en bild av resultatets reella betydelse för pensionssystemet kan det exempelvis jämföras med inflationsutvecklingen och utvecklingen för inkomstindex (se diagram nedan). Jämförelsen med inkomstindex är särskilt angelägen eftersom detta index har stor påverkan på pensionssystemets skuldsida⁴.

⁴ Behållningen på samtliga pensionssparares konton räknas årligen upp med förändringen av inkomstindex.



Efter sju års förvaltning kan man konstatera att den reala avkastningen för AP1-AP4 och AP6 uppgått till 185 mdkr. Ett annat sätt att beskriva storleken på resultatet är att säga att det i reala termer sedan inledningen av år 2001 har skapats ytterligare nästan 1,4 buffertfond av AP1-AP4:s storlek. Ännu viktigare är emellertid att avkastningen har överträffat ökningstakten för inkomstindex med knappt 100 mdkr. Den relativt lilla ökningen under år 2007 berodde på att inkomstindex ökade med hela 4,5 %. Så här långt visar resultatet alltså på en hög real avkastning – en avkastning som också väsentligt överstiger förändringen av inkomstindex.

En viktig styrparameter för framtagande av buffertfondernas placeringsstrategier är det s.k. *balanstalet*⁵ i pensionssystemet. Balanstalet påverkas framför allt av faktorer såsom sysselsättningsgrad, inkomstutveckling och demografisk utveckling, men också av buffertfondernas värdeutveckling. Om balanstalet för ett visst år understiger 1 utlöses den automatiska balanseringen (vilket innebär en mindre utgående pension jämfört med om balanseringen inte hade utlösts). Buffertfonderna kan således genom sin utveckling i bästa fall bidra till att balansering undviks och i sämsta fall till att den utlöses.



Den automatiska balanseringen har än så länge inte utlösts. Det var nära att så skedde vid utgången av 2004 då balanstalet var så lågt som 1,0014. Under 2005 och 2006 steg balanstalet successivt till 1,0149 för att sedan sjunka tillbaka till 1,0026 vid slutet av 2007. Den främsta orsaken till det sista årets försämring finns på skuldsidan. Indexeringen av pensionsbehållningarna har ”kostat” ca 74 mdkr mer än under 2006. På till-

⁵ Balanstalet är en kvot som uttrycker förhållandet mellan pensionssystemets tillgångar och skulder.

gångssidan återfinns förklaringar både i avgifts- och buffertfondstillgångarna. Ökningen av avgiftstillgången var ca 44 mdkr lägre och buffertfondernas avkastning var 46 mdkr lägre under 2007 jämfört med 2006. Trots detta steg buffertfondernas andel av de totala tillgångarna till ca 12,8 % (12,6 % för 2006). Utan den goda avkastningen som har genererats av fonderna de senaste fem åren skulle den automatiska balanseringen med all säkerhet ha utlösts.

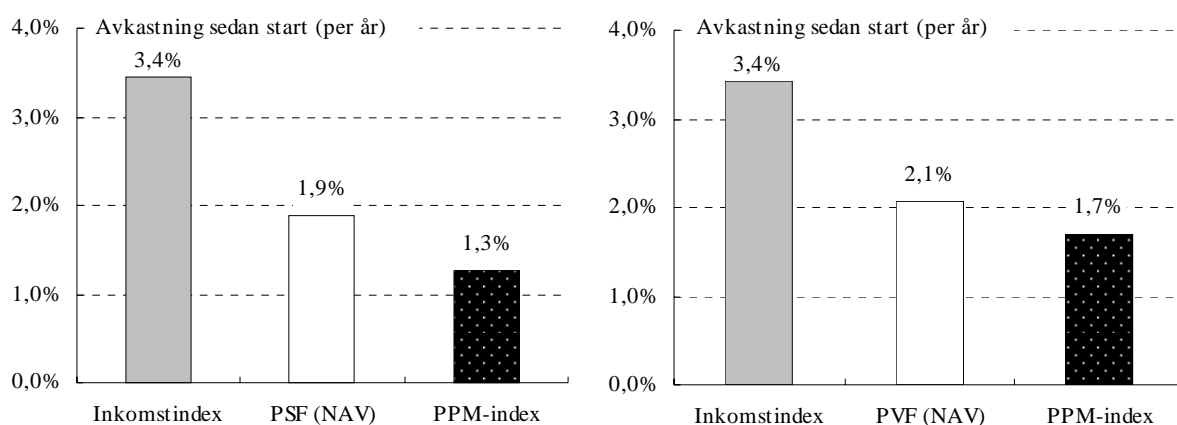
Slutsatsen av ovanstående är att buffertfonderna (AP1-AP4 och AP6) hittills har bidragit till stabiliteten i det allmänna pensionssystemet.

PSFs och PVFs årliga avkastning överstiger avkastningen för PPM-index men har hittills inte tillfört värden jämfört med inkomstindex

Med syfte att belysa resultaten av Sjunde AP-fondens förvaltning av Premiespar- och Premievals-fonden (PSF respektive PVF) är det intressant att göra jämförelser med såväl uppräknningen av inkomstindex som utvecklingen för PPM-index.

Den första jämförelsen svarar på frågan huruvida det totalt sett har inneburit något mervärde för spararna att investera i fonderna jämfört med att inte ha möjlighet att placera premiepensionsmedel. Den andra jämförelsen svarar på frågan huruvida det har inneburit något mervärde att investera i PSF respektive PVF jämfört med att investera premiepensionsmedlen på samma sätt som samtliga premiepensionssparare väljer att investera.

I diagrammen nedan redovisas avkastningen per år för PSF, PVF, inkomstindex och PPM-index sedan starten av respektive fonds förvaltning (observera att skillnaden i PPM-index mellan de två fonderna beror på att fonderna startade sin förvaltning vid olika tidpunkter).

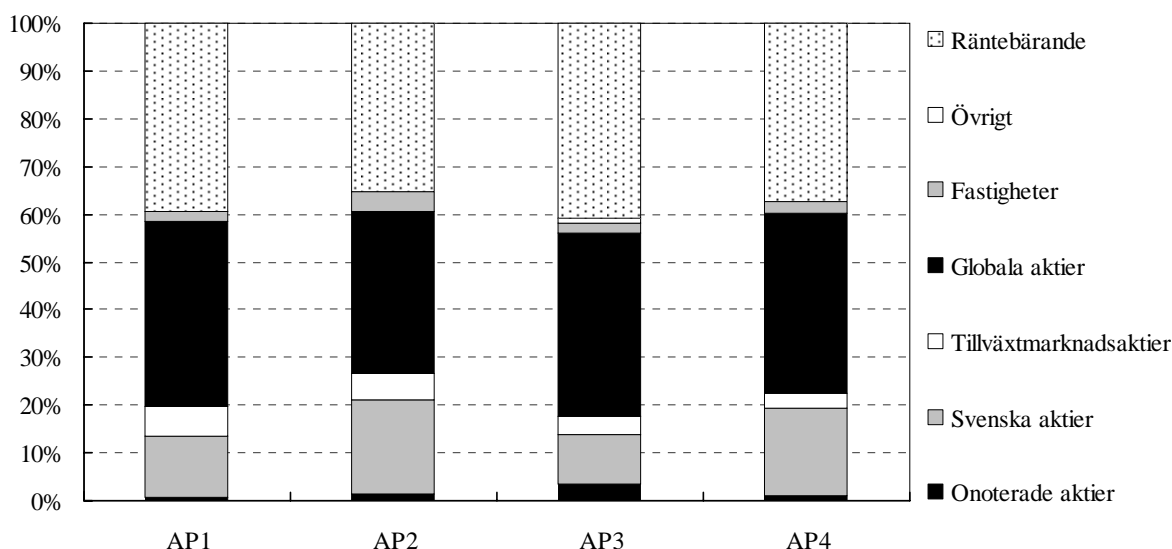


Inkomstindex har stigit med 3,4 % per år sedan förvaltningen av de två fonderna inleddes. Fondernas avkastning har samtidigt varit 1,9 respektive 2,1 % per år för PSF respektive PVF. Därmed har avkastningen inte nått upp till utvecklingen för inkomstindex. Skälet till detta är att förvaltningen startades vid en tidpunkt som kan betraktas som ogynnsam för aktieinvesteringar – under 2001 och 2002 var avkastningen för de globala aktiemarknaderna totalt sett negativ med mellan -33 och -38 % (för valutakurssäkrade respektive ej valutakurssäkrade globala aktier).

Fondernas avkastning har däremot överträffat avkastningen för PPM-index (0,6 och 0,4 procentenhet per år för PSF respektive PVF). Det har alltså varit något bättre för premiepensions spararna att vara investerade i dessa fonder jämfört med den genomsnittlige spararen.

Ökad handlingsfrihet kan förbättra buffertfondernas (AP1-AP4) bidrag till pensionssystemet

I diagrammet nedan framgår de fyra första buffertfondernas tillgångsfördelning vid utgången av 2007.



Det totala intrycket av diagrammet ovan är att skillnaderna i övergripande tillgångsfördelning mellan fonderna inte är dramatiska. Den totala andelen tillgångar i värdepapper som inte är räntebärande varierar mellan ca 59 och 64,5 %. Det är AP2 som totalt sett har den högsta andelen i dessa typer av tillgångar och AP3 som har den lägsta. Samtidigt har AP3 den största andelen onoterade aktier i sin portfölj och en viss andel i "Övrigt", vilket i praktiken innebär investeringar i skog och infrastruktur. Vidare kan man notera att samtliga fonder numera har inkluderat tillväxtmarknadsaktier i sina portföljer (3-6 %) och att AP2 och AP4 är de fonder som har de högsta andelarna svenska aktier.

Trots skillnaderna mellan fondernas tillgångsfördelningar slås man ändå av att de är så pass lika efter sju års förvaltning. Samtliga fonder har valt en andel "riskfyllda" tillgångar som ligger mellan 5 och 10 procentenheter under den maximalt tillåtna andelen på 70 %. Den totala andelen aktier är nära 60 % för samtliga fonder. Eller omvänt, ingen fond har t.ex. valt att göra något så "annorlunda" som att investera 50 % eller mer i räntebärande värdepapper. Det finns heller inte någon enskild fond som exempelvis har valt att investera 20 % eller mer av tillgångarna i fastigheter. Men vilka anledningar finns det då till att föra detta resonemang om fondernas (små) olikheter?

När den rådande fondlagstiftningen utarbetades var uppdragsgivaren medveten om riskerna med att lämna ett relativt öppet investeringsmandat till respektive fondstyrelse. Därför infördes övergripande restriktioner som bl.a. innebar att "Minst trettio procent av marknadsvärdet av de tillgångar som var och en av Första-Fjärde AP-fonderna in-

nehar skall vara placerade i fordringsrätter med låg kredit- och likviditetsrisk.” (se Regeringens proposition 1999/2000:46, kapitel 8). Samtidigt begränsades den maximalt tillåtna andelen i onoterade tillgångar till 5 %. Utöver detta ville uppdragsgivaren hantera risken för att enstaka förvaltningsmässiga ”misstag” skulle få stora negativa konsekvenser för pensionssystemet (se Regeringens proposition 1999/2000:46, kapitel 10). Med syfte att öka riskspridningen avseende de strategiska och operativa beslut som skulle fattas i framtiden valde man följaktligen en struktur med fyra olika fonder som vardera hade ett något mindre kapital att förvalta. Självklart innebar den valda strukturen med fyra fonder högre kostnader i jämförelse med en struktur där uppdraget att genomföra förvaltningen av hela kapitalet hade samlats i en fond. Valet gjordes emellertid medvetet mot bakgrund av att uppdragsgivaren satte högt värde på den ökade riskspridningen som det innebar att använda fyra oberoende fonder.

Resonemanget om de relativt små olikheterna mellan fondernas övergripande tillgångsfördelningar och den förhöjda kostnaden som ett flertal fonder innebär hör alltså ihop med de syften som uppdragsgivaren har haft med valet av fyra fonder. Slutligt leder resonemanget fram till frågan huruvida uppdragsgivaren i framtiden kan förvänta sig att få betalt för den ökade kostnaden i termer av ökad riskspridning. Mot bakgrund av att skillnaderna mellan fonderna är relativt små kan vi emellertid inte utan vidare dra slutsatsen att en tillräcklig riskspridning skulle kunna uppnås.

Genom att studera diagrammet i inledningen av detta avsnitt kan man samtidigt konstatera att fondernas framtida *avkastning och risk* vilar mycket tungt på den framtida utvecklingen för de publika aktiemarknaderna och att fonderna i detta avseende är relativt lika. Det skulle kunna finnas möjligheter till långsiktigt god avkastning också i andra tillgångar än noterade aktier, exempelvis onoterade aktier och lån, skog, råvaror och infrastruktur. Men som placeringsrestriktionerna är utformade är fonderna för närvarande förhindrade att utforska många av dessa möjligheter. En grundläggande förutsättning för att fondernas agerande ska kunna resultera i en ökad riskspridning är alltså att de har mycket stor frihet att bestämma investeringsstrategi. Strukturen med fyra fonder är redan vald, och då bör uppdragsgivaren lägga tillräkta regelverket så att fondernas förutsättningar att skapa riskspridning i framtiden blir så stora som möjligt. Varje åtgärd som medverkar till att fonderna kan bli olika i framtiden är således till godo och leder till ett bättre system med avseende på den ursprungliga tanken om riskspridning mellan fyra oberoende fonder. Slutsatsen av resonemanget är alltså att de övergripande placeringsrestriktionerna bör tas bort.

Vid samtal med fonderna har vi lagt märke till att ”behovet” av friare placeringsutrymme är väldigt olika i de fyra fonderna. Några fonder upplever restriktionerna som reella begränsningar medan andra inte alls upplever att de är hindrade av dem. Därmed är förutsättningarna redan i nuläget goda för att ett borttagande av placeringsrestriktionerna kommer leda till en ökad riskspridning – vissa fonder kommer att välja att relativt snabbt genomföra väsentliga förändringar medan andra inte kommer att göra det (åtminstone inte omgående).

Förslaget om att ta bort de övergripande placeringsrestriktionerna är också i linje med utvecklingen i såväl Sverige som internationellt. Sedan några år tillbaka omfattas de flesta publika och privata pensionskapitalförvaltare och deras styrelser av det s.k. tjänstepensionsdirektivet som har införts i EU. En central del i direktivet säger att dessa sty-

relser beslut inte ska styras och övervakas med hjälp av kvantitativa restriktioner som sätter upp gränser för vad pensionsfonden kan göra i investeringsstrategiskt hänseende. Istället gäller den s.k. ”Prudent Person Principle”⁶ som kortfattat innebär att varje enskild styrelse fritt kan besluta om den lämpligaste investeringsstrategin, så länge det sker på ett kompetent och aktsamt sätt. I Nederländerna finns exempel på mycket stora pensionsfonder (t.ex. ABP och PGGM) som på detta sätt redan har kommit till slutsatsen att det är olämpligt att låta fondens framtida avkastning och risk vila alltför tungt på utvecklingen för de publika aktiemarknaderna. Dessa pensionsfonder har alltså anammat en investeringsstrategi som vilar på ett flertal pelare som var och en kan bidra till så väl avkastning som riskspridning.

Den formella beslutsstrukturen inom AP1-AP4 döljer en stor del av aktiviteten

I samband med redovisningen av de olika resultatbidragen är det intressant att göra några iakttagelser kring fondernas beslutsstruktur och föra en diskussion om dess utveckling. Figuren nedan syftar till att ge en generisk illustration av den beslutsstruktur som numera gäller inom flera av de fyra första buffertfonderna. Framställningen ska således inte tolkas som ett försök att beskriva de exakta förhållanden som gäller inom en specifik buffertfond.

Placeringshorisont	Formellt beslut	Analys/aktivitet	Upphov/initiativ
10 år eller längre	Styrelse	S.k. ALM-studier mot bakgrund av pensionssystemets kort- och långsiktiga balans mellan tillgångar och åtagande.	Ledning / ALM-team
Mellan 1 och 5 år	Styrelse	Framåtblickande bedömning av medelfristiga marknadsutsikter för portföljens tillgångar (analys av den relativa värderingen av portföljens tillgångar som bedöms kunna bestå under en längre tid).	Ledning / Förvaltningsteam
Upp till 1 år	Ledning/ Förvaltningsteam	Aktiv förvaltning i traditionell mening, d.v.s. interna och/externa förvaltare avviker från den tillgångsfördelning och de jämförelseindex som har beslutats av styrelsen enl. ovan.	Förvaltningsteam

För några år sedan fattades besluten inom buffertfonderna framför allt mot bakgrund av två olika analyser/aktiviteter – den riktigt långsiktiga horisonten (styrelsens ALM-beslut) och den kortsiktiga horisonten (traditionell aktiv förvaltning), vilka motsvarar den första och tredje aktiviteten i figuren ovan. Under de senaste åren har framför allt AP1 och AP3 infört en process där styrelserna i formell mening fattar beslut om vissa större, medelfristiga avvikelser från den långsiktiga normalportföljen (förändringar av den långsiktiga investeringsstrategin och medelfristiga beslut benämns fortsättningsvis *strategisk aktivitet*). AP4 har också inlett en liknande process som delvis var på plats

⁶ ”Prudent Person Principle” har på svenska översatts till ”Aktsamhetsprincipen”.

under 2007 (för obligationer och valuta) och som kommer att vara helt på plats under 2008 (för aktier). AP2 utgör ett undantag i detta sammanhang eftersom fonden inte har inrättat en motsvarande beslutsstruktur. Inom AP2 har däremot andra typer av beslut av ”strategisk karaktär” fattats av styrelsen. Till dessa kan exempelvis beslutet att införa s.k. *fundamental indexing* räknas (se sidorna 54-55 i bilaga 8 i ”Regeringens skrivelse 2006/07:130” för en beskrivning av innebörden av fundamental indexing). Fonden kom redan 2005 fram till att val av specifika index för portföljens olika tillgångslag skulle betraktas som en separat, värdeskapande process.

Beslutsstrukturen inom AP1-AP4 har alltså utvecklats på så sätt att de flesta styrelserna numera i formell mening fattar de stora strategiska och medelfristiga besluten om avvikelser från den långsiktiga (normala) exponeringen mot tillgångslag och valutor (se avsnitt ”Aktiva portföljbeslut bidrar med stora värden” nedan). Detta sker emellertid på initiativ av ledningen/förvaltningsteamerna och mot bakgrund av deras framåtblickande, medelfristiga (1-5 år) analys av marknadsutsikterna för olika typer av tillgångar/tillgångslag. På det hela taget är det naturligtvis positivt att dessa framåtblickande beslut fattas alldeles oavsett vem som fattar dem. På så sätt tillvaratas samtliga analytiska resurser inom fonderna. Den verkliga beslutsstrukturen som har beskrivits visar dock att det inom de fyra buffertfonderna fattas aktiva beslut som inte fångas upp i den traditionella innebörden av begreppet aktivitet, d.v.s. den tredje formen av aktivitet i figuren ovan (benämns fortsättningsvis *operativ aktivitet*). För att få en uppfattning om omfattningen av den totala aktiviteten inom fonderna, samt resultaten av densamma, är det alltså nödvändigt att däri inräkna såväl *strategisk aktivitet* som *operativ aktivitet*.

I vår erfarenhet förefaller den formella beslutsstrukturen inom AP1-AP4 något ovanlig. Detta gäller vid en utblick mot såväl offentliga som privata pensionsfondsförvaltningar (både i Sverige och utomlands). Den enkla orsaken till att de flesta styrelser avhåller sig från att fatta aktiva beslut av medelfristig karaktär är att styrelsemedlemmarna endast har begränsad (eller ingen) erfarenhet av att genomföra aktiv förvaltning på egen hand. Det existerar självklart styrelser för pensionsfonder, både i Sverige och utomlands, som fattar medelfristiga beslut på liknande sätt som AP1-AP4. Emellertid fattas dessa beslut i de flesta fall av en lägre nivå inom förvaltningsorganisationerna samt av professionella, aktiva förvaltare (interna eller externa) som genomför besluten som en naturlig del av sina arbetsuppgifter.

Vad är då orsaken till att dessa medelfristiga allokeringarbeslut har ”flutit upp” hela vägen till styrelserna? Svaret på frågan är sannolikt till viss del att ett enskilt beslut kan vara så pass stort i termer av dess potentiella avkastningseffekt att det under en kortare period skulle kunna radera ut effekten av de flesta övriga aktiva beslut som fattas av den operativa organisationen. Därför har det blivit viktigt att beslutet i formella termer fattas av styrelsen. Till saken hör också att det i jämförelse med andra förvaltningsorganisationer råder en viss obalans inom fonderna när det gäller konsekvenserna av aktiva portföljbeslut – om resultatet av beslutet faller ut positivt så är den potentiella belöningen begränsad (maximalt två månadslöner inom vissa av AP1-AP4, dock inte alla). Men om resultatet blir negativt riskerar i praktiken den aktive förvaltaren att bli av med jobbet. Denna obalans när det gäller ”ris och ros” verkar naturligtvis avskräckande på benägenheten att fatta stora aktiva beslut inom fondernas operativa organisationer.

Mot bakgrund av förhållandena inom AP-fonderna är det förståeligt att den befintliga beslutsstrukturen har uppstått. Om inte denna utveckling ägt rum skulle en del beslut inte ha fattats – beslut som totalt sett har visat sig ge betydande positiva avkastningsbidrag till pensionssystemet (se avsnitt ”Resultat och slutsatser om AP-fondernas styrelsearbete” nedan). Men det är viktigt att notera att vissa av styrelserna i detta avseende kommer att kunna betraktas som vilken annan aktiv kapitalförvaltare som helst som går att utvärdera för utomstående på både lång och kort sikt.

Processen för att utnämna fondernas styrelseledamöter har skapats för att samla olika former av kompetens inom varje fondstyrelse. Under de senaste åren har nya typer av beslut kommit upp på styrelsernas agenda. Dessa tillkommande beslut har en mer specialiserad ”kapitalförvaltningskaraktär” jämfört med de övriga beslut som ska fattas av styrelsen. Av detta skäl kan det vara värdefullt för uppdragsgivaren att beakta den beslutsstruktur som har vuxit fram när fondernas styrelseledamöter ska utses. Med syfte att främja benägenheten att fatta aktiva beslut inom de operativa delarna av fondernas organisationer kan uppdragsgivaren också överväga möjligheter att införa ett ökat utrymme att använda resultatbaserade ersättningssystem.

AP7 – bör regelverket förändras?

I regelverket som omger förvaltningen av Premiesparfonden anges att den totala risknivån i fondens placeringar skall vara låg och att ”fondmedlen skall, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås” (lagen om allmänna pensionsfonder). Det är också uttalat i förarbetena att ”förvaltningen skall emellertid inte vara så försiktig att den förväntade premiepensionen för dessa sparare (icke-väljarna) kraftigt avviker negativt från den förväntade pensionsnivån för hela kollektivet av premiepensionssparare” och ”att risken skall vara låg innebär också att Premiesparfondens risknivå normalt skall vara lägre än för den genomsnittliga privata förvaltaren av pensionskapital med samma placeringshorisont” (prop. 1999/2000:46). Med detta som utgångspunkt har AP7:s styrelse preciserat förvaltningsinstruktionen för Premiesparfonden genom att relatera målavkastning och risk till genomsnittet för PPM-fonderna.

Fonden använder således det s.k. PPM-indexet för att utvärdera den strategiska målluppfyllelsen. Tillgångsfördelningen i PPM-index, som bestäms av de val som alla pensionssparare gör, har därmed stor påverkan på den övergripande investeringsstrategin som AP7 väljer att implementera. PPM-index utgörs av den kapitalvägda summan av de val som har gjorts och alltså görs av alla enskilda pensionssparare inom PPM. Därmed är PPM-index en ”levande materia” som påverkas av pensionsspararnas beteende och hur det förändras både på kort och på lång sikt. Aktiviteten inom PPM har också ökat väsentligt under de senaste åren – under 2007 gjordes nästan 2,6 miljoner fondbyten vilket var dubbelt så många som två år tidigare och ca elva gånger så många som gjordes fem år tidigare. Omständigheterna som beskrivs föranleder oss att resa frågan om att det kan finnas anledning att omvärdera föreskrifterna om en låg risknivå avseende placeringarna i Premiesparfonden. Bakgrunden till frågan är naturligtvis huruvida de enskilda pensionsspararna genomför rationella investeringsbeslut för sina pensionsmedel, eller om deras val påverkas av faktorer som får dem att fatta beslut som är irrationella. Kanske skulle det vara bättre att AP7 väljer placeringsstrategi för Premiesparfonden utifrån sin egen uppfattning om hur en långsiktig pensionsportfölj bör vara invest-

rad utan att behöva ta hänsyn till risknivån (och tillgångsfördelningen) i det övriga ”PPM-kapitalet”?

Problemställningen kan också belysas med ett hypotetiskt resonemang. Tillgångsfördelningen inom PPM ”bestämde” ursprungligen av pensionsspararna vid en tidpunkt då aktieinvesteringar hade haft en lång period med höga avkastningar. Många sparare valde då att placera stora andelar av kapitalet i aktiefonder, vilket följaktligen också fick AP7 att placera höga andelar i aktier. Men om PPM-systemet hade startat något eller ett par år senare, efter att den kraftiga nedgången på aktiemarknaderna hade inträffat och gjort spararna mer tveksamma inför aktieinvesteringar, skulle sannolikt aktieandelen ha varit väsentligt lägre. Under dessa hypotetiska omständigheter, kombinerat med dagens regelverk, hade den logiska följderna för AP7 varit att också investera en väsentligt lägre andel i aktier. Eftersom de två olika portföljerna inte samtidigt kan vara ”den bästa långsiktiga pensionsportföljen” riskerar regelverket alltså att ge upphov till uppenbart irrationella och oönskade placeringsbeslut.

Om kravet på låg risk i förhållande till andra privata förvaltare av pensionskapital togs bort skulle utvärderingen av avkastning och risknivå i förhållande till PPM-index kunna ersättas med målsättningar och en investeringsstrategi som har bäring på vad som har relevans för en bra pension (t.ex. målsättningar om avkastning utöver uppräknings av inkomstindex eller en absolut avkastning i reala termer). Denna ordning liknar alltså den som redan gäller för förvaltningen av Premievals-fonden.

Resultat och slutsatser om AP-fondernas styrelsearbete

AP-fonderna har stor frihet att formulera sina egna målsättningar inom de ramar som gäller för pensionssystemet. Därför är det viktigt att förstå deras målsättningar samt utvärdera hur väl de uppfylls.

AP1 och AP6 har uppnått sin övergripande målsättning

AP1-AP4 står inför en svår utmaning när det gäller att skapa relevanta utgångspunkter för medlens förvaltning. Utmaningen består i att uppdragsgivaren har formulerat målsättningen i kvalitativa termer (det långsiktiga målet som ska eftersträvas är att skapa bra och stabila utgående pensioner). Uppdragsgivaren har också sagt att horisonten för medlens förvaltning ska uppgå till så mycket som 40 år eller mer.

Buffertfonderna har operationaliserat denna långsiktiga och något svårtolkade kvalitativa målsättning genom att uttrycka målsättningar i mer kvantitativa och mätbara termer – d.v.s. sådana termer som är möjliga att mäta och följa upp även under kortare perioder än t.ex. 40-50 år. AP-fonderna har gjort detta genom att översätta resultaten från de s.k. ALM-studierna till var sitt långsiktigt avkastningsmål, i de flesta fall uttryckt som en årlig real avkastningstakt som var och en upplever vara tillräcklig för att på ett väsentligt sätt bidra till den kvalitativa målsättningen⁷. Undantaget är AP1 som har angett målsättningen i nominella termer. I tabellen nedan framgår fondernas respektive målsättningar tillsammans med den uppnådda avkastningen.

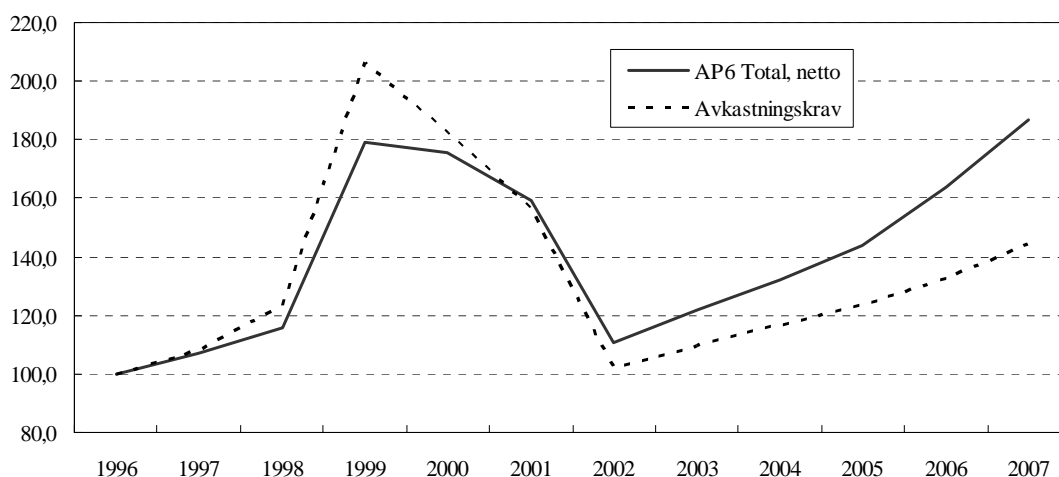
AP-fond	Uppnådd real avkastning per år 2001-2007	Genomsnittlig målsättning 2001-2007, real avkastning per år	Övrigt/kommentar
AP1	3,4%	3,1% - 4,1%	Målet anges till mellan 5,1 och 6,1 % per år i nominella termer.
AP2	4,0%	4,3%	Målet fr.o.m. 2007 har höjts till 5,0 % och inkluderar bidrag från aktiv förvaltning.
AP3	3,8%	4,0%	-
AP4	2,5%	4,5%	-

Den reala avkastningen under de första sju åren uppgår till mellan 2,5 och 4,0 % per år för de fyra buffertfonderna. AP1 är den enda fond som har uppnått den nedre delen av intervallet för målsättningen med en real avkastning på 3,4 % per år. De tre övriga fonderna har alltså, i formell mening, inte uppnått den målsättning som har ställts upp av

⁷ Notera att vi har valt att ange målsättningarna för perioden 2001-2007 i tabellen trots att dessa inte fastställdes vid inledningen av sjuårsperioden för de flesta AP-fonder (AP2 uttryckte den reala målsättningen redan under år 2001). Vid angivandet av den genomsnittliga målsättningen för hela sjuårsperioden har vi låtit den målsättning som först angavs av respektive AP-fond gälla även för de föregående åren. AP1 och AP3 har formulerat sina målsättningar under de senaste 3-4 åren och AP4 bestämde den reala målsättningen inför år 2007. AP4 angav tidigare ett avkastningsmål som uppgick till inkomstindex med ett tillägg om 3 procentenheter per år. Detta motsvarar en real avkastning på ca 4,5 % per år under de första sex åren vilket också sammanfaller med den målsättning som AP4 anger inför år 2007.

respektive fond (även om avkastningen för både AP2 och AP3 är relativt nära målsättningen). Vid förra årets utvärdering konstaterades att tre av fyra fonder hade uppnått målsättningen. Skälen till att måluppfyllelsen försämrats något är att inflationen tog fart under 2007 samtidigt som avkastningen på både ränte- och aktiemarknaderna var blygsam och i något fall t.o.m. negativ.

Sjätte AP-fondens avkastningskrav uttrycks i nominella termer och skapas sedan 2003 via en riskpremiemodell (innan dess användes ett aktiemarknadsindex och ett index som är vägt mellan aktie- och räntemarknad). Detta leder till att kravet inte är direkt jämförbart med de fyra första fondernas fastställda målsättningar. Under de senaste elva åren har AP6 presterat en högre avkastning än det övergripande avkastningskrav som styrelsen har fastställt (se diagram nedan). Portföljens avkastning uppgår till 5,9 % per år efter avdrag för kostnader vilket är 2,4 procentenhet högre än kravet.



Aktiva portföljbeslut bidrar med stora värden inom AP1-AP4

För att analysera avkastningen inom AP1-AP4 närmare kan man huvudsakligen dela upp resultaten i tre skilda delar; *ursprunglig strategi*, *strategisk aktivitet* och *operativ aktivitet*.

Resultatet av *ursprunglig strategi* är enkelt uttryckt den avkastning som respektive fond skulle ha haft t.o.m. slutet av 2007 om fonden hade bibehållit den första investeringsstrategi som fastställdes vid starten 2001. Vid beräkningen av resultatet av den ursprungliga strategin exkluderas således alla avkastningseffekter som senare i verkligheten har uppstått som ett resultat av att styrelsen exempelvis har ändrat den övergripande investeringsstrategin, fondens jämförelseindex eller att det från tid till annan har fattats verkliga aktiva portföljbeslut.

Resultatet av *strategisk aktivitet* är i sin tur den extra avkastning, positiv eller negativ, som tillkommer utöver avkastningen för den ursprungliga strategin p.g.a. att styrelsen från tid till annan beslutar om att förändra den övergripande investeringsstrategin. I vissa fall är det överväganden avseende pensionssystemets kort- och långsiktiga balans som ligger till grund för beslutet om att ändra den övergripande tillgångsfördelningen (d.v.s. en kombinerad tillgångs- och åtagandeanalys). I andra fall fattas besluten endast mot bakgrund av en medelfristigt framåtblickande bedömning av de aktuella marknads-

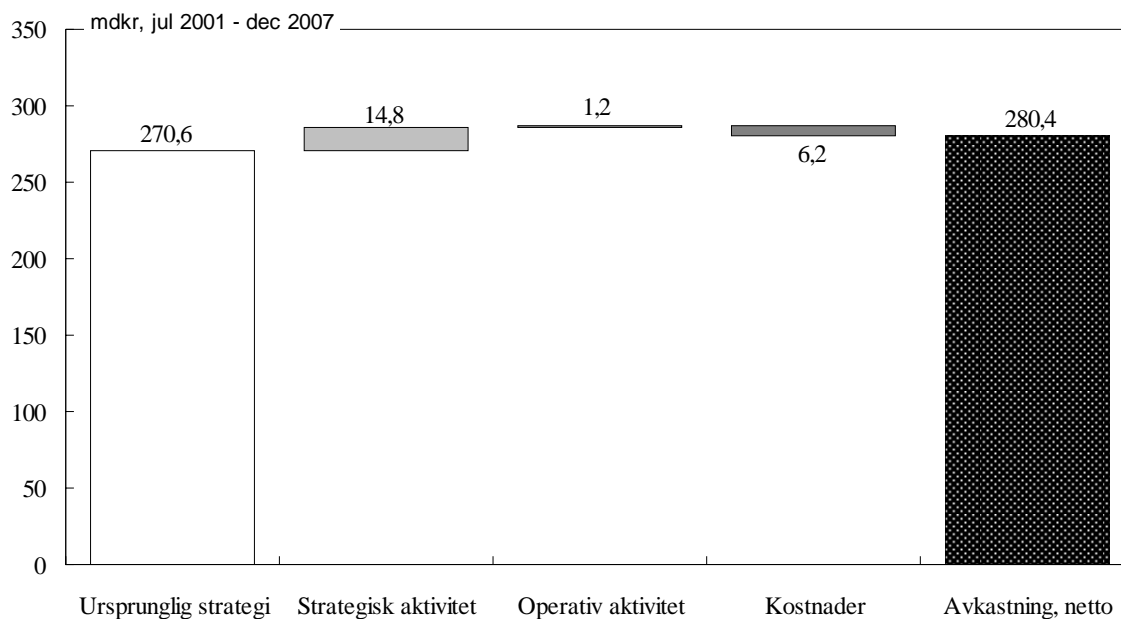
utsikterna för portföljens olika tillgångar. Denna senare aktivitet kan beskrivas som att det sker en analys av den rådande relativa värderingen av portföljens olika tillgångar, och att styrelsen försöker utnyttja det som uppfattas som felprissättningar. Syftet med aktiviteten är naturligtvis att på marginalen tillskansa sig ytterligare avkastning i portföljen jämfört med att avstå från analysen eller beslutet. Besluten kan exempelvis gälla sådana saker som att öka eller minska aktieandelen, öka eller minska den öppna valutaexponeringen eller att öka eller minska ränterisken i obligationsportföljen. Det är inte ovanligt att dessa beslut är ganska stora till sin karaktär i den bemärkelsen att deras avkastningseffekter kan bli väldigt stora.

Operativ aktivitet består följaktligen av det resultat som fondernas operativa organisationer åstadkommer genom avvikelser från den investeringsstrategi som vid varje tillfälle har beslutats av respektive styrelse. Styrelserna har också satt upp målsättningar för hur mycket överavkastning som de operativa organisationerna ska producera på årsbasis.

Utöver de beskrivna bidragen till fondernas avkastning har fonderna *kostnader* för att genomföra alla de beslut och övriga uppgifter som ankommer på dem. Kostnaderna påverkar naturligtvis avkastningen i negativ riktning.

Det är viktigt att notera att den valda metodiken inte försöker påskina att de ursprungliga strategierna för respektive fond nödvändigtvis skulle utgöra en optimal portfölj eller jämförelsenorm för fondernas syften. Istället tjänar den ursprungliga strategin endast som en utgångspunkt för att mäta och dela upp de olika beslutens resultateffekter med avseende på när i tiden de har fattats och vilken nivå inom organisationen som har ansvaret för att fatta dem. Den valda metoden åskådliggör alltså de effekter som hittills uppnåtts genom att införa strategiska förändringar och aktiva portföljbeslut jämfört med om inga förändringar eller aktiva portföljbeslut hade genomförts. Vi väljer att redovisa resultaten av de olika aktiviteterna i termer av kronor (istället för procent) med syfte att förenkla tolkningen av deras ekonomiska innebörd.

I diagrammet nedan redovisas en sammanfattning av AP1-AP4s ackumulerade resultat utifrån de olika beslut som har beskrivits ovan. Tidsperioden som omfattas börjar vid utgången av juni 2001 p.g.a. att fonderna först vid detta tillfälle hade genomfört sina respektive portföljer i enlighet med den inledande investeringsstrategin.



Totalt sett uppgår det ackumulerade resultatet till 280,4 mdkr sedan 2001-06-30. De ursprungliga strategiska besluten har bidragit mest (270,6 mdkr). Utöver detta har den strategiska aktiviteten bidragit positivt med knappt 15 mdkr vilket motsvarar en årlig avkastningstakt på ca 0,4 procentenheter. Den operativa aktiviteten har i sin tur bidragit med ca 1,2 mdkr. Under 2007 tillkom positiva värden framför allt från den ursprungliga strategin (ca 36 mdkr) och den strategiska aktiviteten (drygt 6 mdkr). Den operativa aktiviteten bidrog däremot negativt med ca 2,6 mdkr under 2007. I tabellen nedan redovisas bidragen för var och en av AP1-AP4.

2001-06-30 - 2007-12-31, mdkr	AP1	AP2	AP3	AP4	Summa
Ursprunglig strategi	69,5	69,8	65,5	65,9	270,6
Strategisk aktivitet	-2,0	9,8	9,2	-2,3	14,8
Operativ aktivitet	3,9	0,2	2,0	-5,0	1,2
Kostnader	-1,5	-1,6	-1,6	-1,4	-6,2
Avkastning, netto	69,9	78,1	75,1	57,3	280,4

Av tabellen ovan framgår att det för enskilda fonder också är de inledande strategiska besluten som har haft allra störst bidrag till det slutliga utfallet. Detta är naturligt mot bakgrund av att de övergripande strategiska portföljerna inte har genomgått dramatiska förändringar (t.ex. att aktieandelen vid något tillfälle gått från 60 till 30 % eller vice versa). Skillnaderna i utfall mellan fondernas ursprungliga strategier uppkommer av olika anledningar – dels förekommer skillnader i den ursprungliga tillgångsfördelningen samt den öppna valutaexponeringen, dels är valet av index för de olika tillgångsslagen inte identiskt mellan fonderna.

Den totala aktiviteten (både strategisk aktivitet och operativ aktivitet) som bedrivs inom AP1-AP4 har bidragit med ca 16 mdkr under de senaste 6,5 åren. Den totala ökningen under 2007 uppgick till ca 3,7 mdkr. Den strategiska aktiviteten bidrog med drygt

6 mdkr under 2007. Samtidigt tappade fonderna totalt sett ca 2,6 mdkr genom den operativa aktiviteten. Här gjorde AP1 det bästa bidraget under 2007 (+ 1,0 mdkr) medan övriga fonder bidrog negativt.

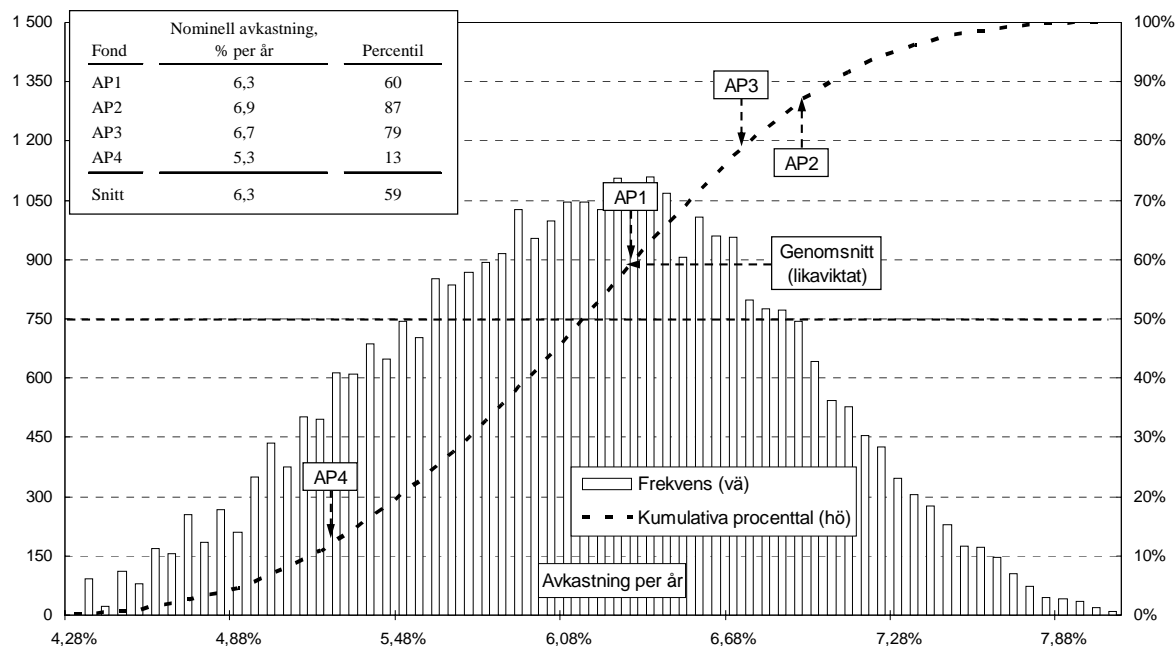
AP1-AP4 – jämförelse med simulering av alternativa portföljstrategier indikerar att resultatet är bra

Det är självklart önskvärt att också belysa förvaltningsresultatet inom AP-fonderna med hjälp av något annat än de egna uppställda målen. Ett naturligt tillvägagångssätt hade varit att jämföra fondernas avkastning med andra liknande fonder i Sverige och/eller utomlands, s.k. konkurrentjämförelse. Emellertid är en sådan jämförelse svår att genomföra i praktiken p.g.a. stora skillnader i legala förutsättningar och övriga regelverk.

För att överkomma denna begränsning kan man göra en jämförelse baserad på en s.k. simulering. Metoden innebär att man utgår från de regelverk som gäller för AP-fonderna och studerar avkastningen för ett stort antal hypotetiska portföljer som var tänkbara som alternativa investeringsstrategier vid ingången av den aktuella perioden. En enskild alternativ investeringsstrategi/-portfölj benämns *scenario* och den samlade analysen benämns *simulering*. När avkastningen för samtliga scenarier har beräknats kan man enkelt analysera resultatet av respektive AP-fonds verkliga portföljer genom att studera dess rangordning bland scenariernas avkastningar och riskjusterade avkastningar.

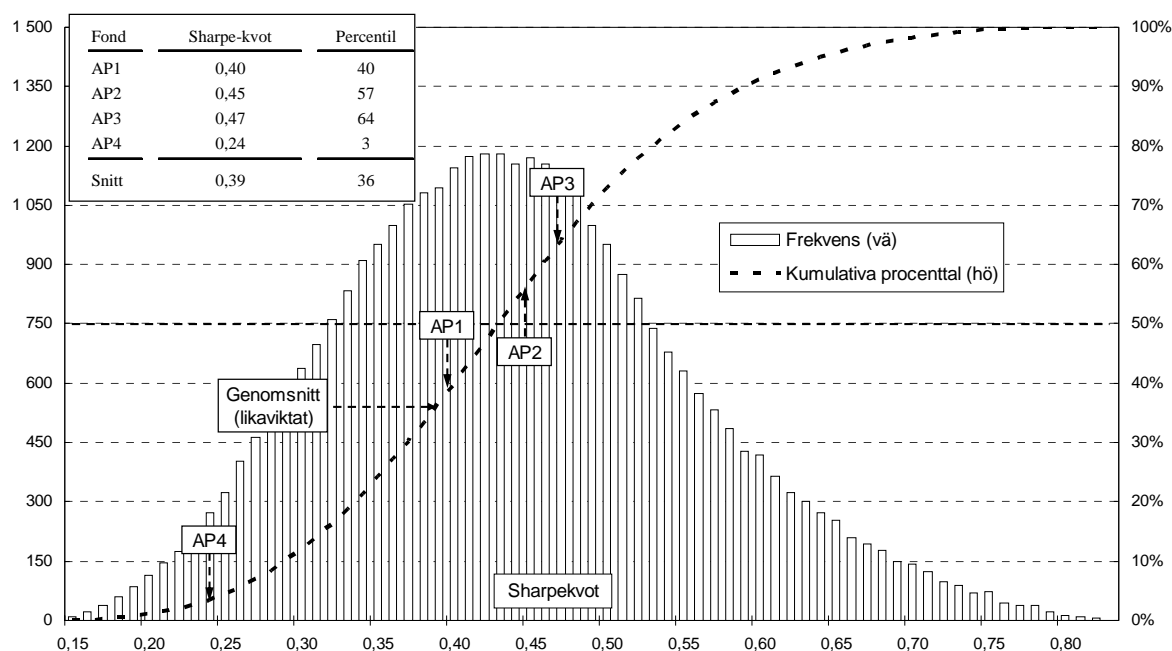
P.g.a. att simuleringen innehåller ett antal subjektiva förutsättningar kan det vara svårt att använda den enskilt för att svara på frågan om förvaltningen har varit bra eller dålig. Emellertid kan jämförelsen, tillsammans med övriga analyser, bidra till att komplettera bilden av förvaltningen. Jämförelsen görs endast för AP1-AP4 och avser perioden fr.o.m. juli 2001 t.o.m. december 2007. Perioden begränsas till de senaste sex och ett halvt åren p.g.a. att AP1-AP4 arbetade med att omstrukturera portföljerna under det första halvåret 2001. AP6 utelämnas i denna analys eftersom fonden har ett specifikt uppdrag att investera i svenska små och medelstora företag. Resultatet analyseras med avseende på avkastning och riskjusterad avkastning.

När man gör en simulering är det viktigt att analysera sådana scenarier som både i teorin och i praktiken var möjliga att välja vid periodens start – annars skulle analysen lätt kunna bli irrelevant. I föregående års rapport, som återfinns i bilaga 8 i ”Regeringens skrivelse 2006/07:130”, framgår på sidorna 21-22 de möjliga intervall som har använts för de olika tillgångsslagen. Där kommenteras också bakgrunden till valda intervall och övriga förutsättningar som legat till grund för analysen.



I diagrammet ovan redovisas den årliga avkastningen för samtliga 33 975 scenarier som genererades i simuleringen, tillsammans med den årliga avkastningen för var och en av AP1-AP4 och deras likaviktade genomsnitt. Den årliga avkastningen fr.o.m. juli 2001 t.o.m. december 2007 (sex och ett halvt år) framgår på x-axeln. Med hjälp av staplarna kan antalet scenarier med en viss årlig avkastning avläsas på den vänstra y-axeln och med hjälp av den streckande linjen avläses den ackumulerade andelen av samtliga scenarier på den högra y-axeln. Totalt sett varierar avkastningarna i simuleringen mellan 4,3 % per år och 8,1 % per år. Medianen för scenariernas avkastning är 6,1 % per år.

Det likaviktade genomsnittet för AP1-AP4 är 6,3 % per år efter avdrag för förvaltningskostnader. Detta är bättre än ca 59 % av samtliga scenarier och resultatet är således i linje med föregående års resultat. Tre AP-fonder har en avkastning som är mellan högre och mycket högre än medianen (AP1-AP3). Avkastningen för AP4 är tyvärr lägre än medianen i simuleringen. Jämfört med utgången av 2006 har AP1 och AP3 förbättrat sin rangordning väsentligt medan AP2 har förbättrat sin position marginellt. Tyvärr har rangordningen för AP4 försämrats.



Jämförelsen av avkastningen kan kompletteras med en analys av den riskjusterade avkastningen. Diagrammet ovan jämför följaktligen fondernas och simuleringens Sharpe-kvoter⁸ på samma sätt som jämförelsen av avkastningarna. Totalt sett varierar Sharpe-kvoterna i simuleringen mellan 0,15 och 0,82. Medianen för scenariernas Sharpe-kvot är 0,43.

Sharpe-kvoternas likaviktade genomsnitt är 0,39 för AP1-AP4. Detta är bättre än ca 36 % av samtliga scenarier och resultatet är således sämre jämfört med rangordningen för den rena avkastningen. Samtliga fonder har en rangordning av Sharpe-kvoten som är sämre jämfört med den rena avkastningens rangordning. Den omedelbara orsaken till detta är att risknivån i fonderna har varit högre än risknivån för flertalet av scenarierna. AP2 och AP3 har trots detta en rangordning som är högre än de flesta av scenarierna. Tyvärr har AP4 låg rangordning.

Det kan förefalla en aning ”mystiskt” att fondernas rangordning försämras så påtagligt vid en riskjustering jämfört med rangordningen för den rena avkastningen. Orsaken är emellertid relativt intuitiv – under de senaste 6,5 åren har aktiemarknadernas avkastning inte givit tillräcklig kompensation för den extra risk som det har inneburit att vara investerad i dem (jämfört med räntemarknaderna). Relationen mellan risk och avkastning för ränteinvesteringar i Sverige och utomlands har varit bättre än relationen mellan risk och avkastning för globala och svenska aktier. Simuleringen innehåller således en stor mängd scenarier, med stora obligationsallokeringar, som ur ett riskjusterat perspektiv ”dominerar” de verkliga portföljer som har implementerats av AP1-AP4.

⁸ Sharpe-kvoten är ett mått på hur mycket extra avkastning (utöver den riskfria avkastningen) som har genererats per enhet risk som har tagits i en portfölj. Formeln för Sharpe-kvoten är följande:

$$(R_p - R_f) / \text{Stdav}_p$$

R_p står för portföljens avkastning och R_f står för den riskfria avkastningen för korta räntepapper (båda uttryckta per år). Stdav_p står för portföljens risk (per år) i termer av avkastningens standardavvikelse. Stdav är ett mått på avkastningens variation (= risk) jämfört med den genomsnittliga avkastningen.

AP6 – formuleringen av avkastningskraven kan förenklas

Under hösten varje år fastställer fondens styrelse avkastningskraven som ska gälla under nästkommande kalenderår. Fondens totala krav erhålls genom att de olika investeringarnas avkastningskrav vägs samman utifrån de senast kända marknadsvärdena för respektive investering, vilket i praktiken innebär att avkastningskravet är kapitalvägt.

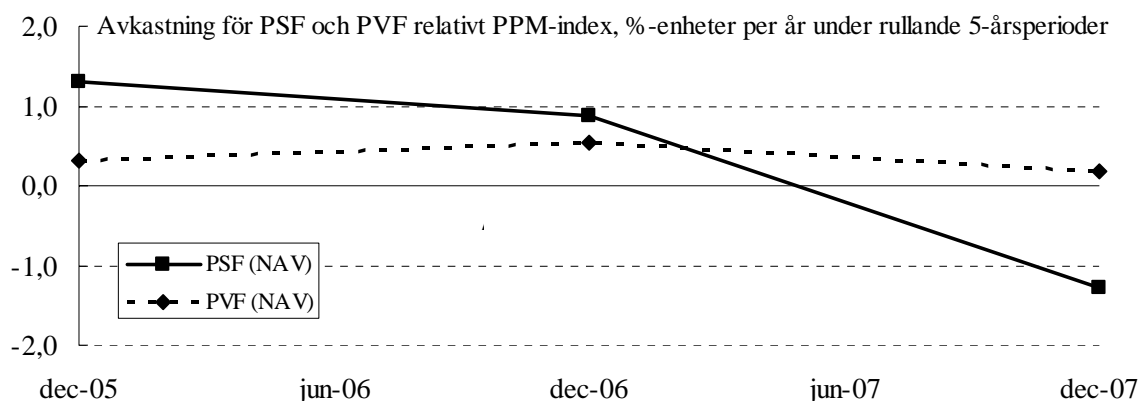
Kapitalvägningen sker således mot bakgrund av värderingar som inte tar hänsyn till omvärderingar som sker under de senare månaderna under respektive kalenderår. Därmed kommer innehavens utgående andelar inte att avspeglas i avkastningskravet som ska gälla för nästkommande år. Skillnaden kan vara stor för tillgångar vars marknadsvärde karaktäriseras av en stor variation (exempelvis aktier). Eftersom noggranna omvärderingar av onoterade aktier vanligtvis äger rum i anslutning till slutet av varje kalenderår är den potentiella skillnaden sannolikt också störst för dessa.

Beräkningen av avkastningskravet i enlighet med riskpremiemodellen kan förbättras genom att använda marknadsvärderingar vid utgången av respektive kalenderår. På så sätt erhålls ett avkastningskrav som på ett bättre sätt avspeglar fondens investeringar och fördelningen mellan dem. Eftersom problemet är av teknisk karaktär – det är inget fel på en riskpremiemodell i sig – bör en justering också genomföras för de krav som har gällt under de senaste fem åren.

I vissa interna dokument och kommunikation väljer AP6 att genomföra den justering som föreslagits ovan. Det betyder att fonden för egen del har två olika krav och två olika mål att använda i sin utvärdering. Därmed riskerar också kommunikationen till fondens övriga intressenter att kompliceras.

AP7 – uppnår inte målsättningarna under de senaste fem åren

I diagrammet nedan redovisas en sammanfattning av resultatet för PSF och PVF jämfört med PPM-index. Graferna illustrerar fondernas överavkastning jämfört med PPM-index i procentenheter per år. Styrelsen i AP7 har bestämt att målsättningarna i relation till PPM-index ska uppnås under rullande femårsperioder.



Under den senaste femårsperioden har AP7 inte uppnått sin övergripande målsättning vare sig för Premiespar- (PSF) eller för Premievals-fonden (PVF). PSF har överträffats av den sammanvägda avkastningen av samtliga övriga fondinnehav inom PPM (PPM-index) med 1,3 procentenheter per år. Med en överavkastning på 0,2 procentenheter per

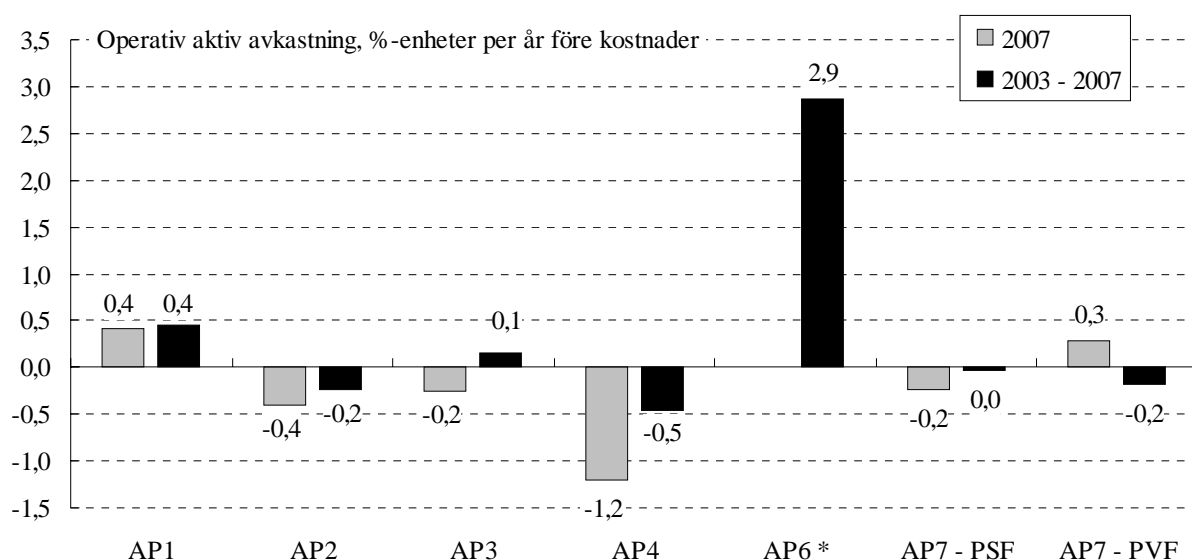
år jämfört med PPM-index är PVF däremot nära måluppfyllelsen om en överavkastning på 0,35 procentenheter per år.

Resultat och slutsatser om AP-fondernas operativa förvaltning

Utifrån de övergripande besluten av strategisk karaktär som styrelserna har fattat bedrivs en omfattande operativ förvaltning inom AP-fonderna. Det läggs ned betydande resurser i denna del av förvaltningen och den utgör därför också en viktig del av AP-fondernas totala förvaltningsverksamhet.

AP6 är den enda av fonderna som har uppnått sin målsättning för operativ aktivitet

Styrelserna i AP1-AP4 och AP7 har fastställt jämförelseindex för den operativa förvaltningen. Därefter har målsättningar om överavkastning jämfört med dessa ställts upp.



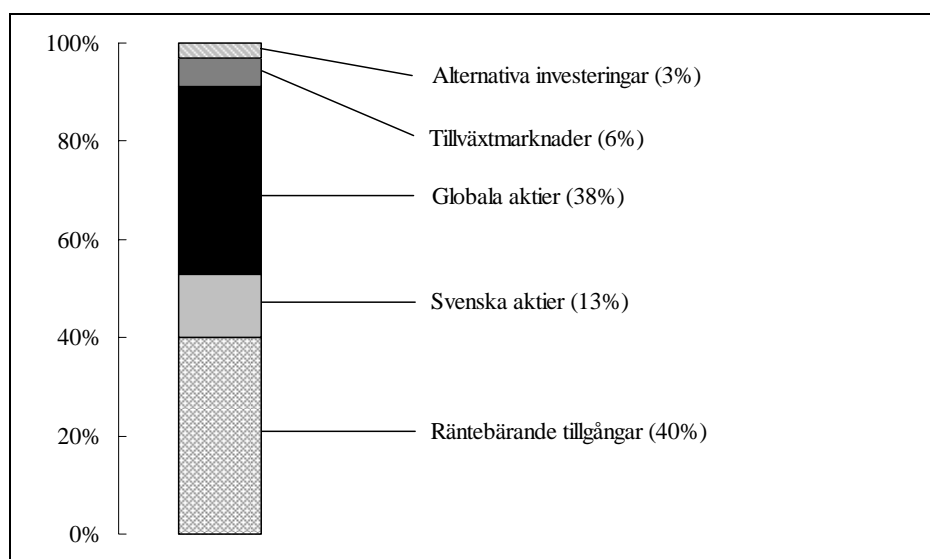
AP6 har överträffat sin målsättning för den operativa aktiviteten med hela 2,9 procentenheter per år under de senaste fem åren. Emellertid har ingen av de övriga fonderna uppnått målsättningen under den senaste femårsperioden. AP1 har haft en överavkastning på 0,45 procentenheter per år och är därmed mycket nära att uppnå målsättningen (0,50 procentenheter per år). AP3 är den av de övriga fonderna som de facto har haft en överavkastning (ca 0,15 procentenheter per år), men den är inte tillräckligt stor för att nå upp till målsättningen. Övriga fonder har haft en underavkastning den senaste femårsperioden. I resultatredovisningen ovan har kostnaderna för den aktiva förvaltningen inte avräknats (* AP6 anges netto efter kostnader).

Första AP-fonden

Strategisk aktivitet

Förändringar av långsiktig investeringsstrategi

Under 2007 har AP1 inte genomfört någon större förändring av den övergripande investeringsstrategin och samma strategi har i allt väsentligt legat fast sedan halvårsskiftet 2001. Fonden har emellertid påbörjat ett internt arbete inom enheten portföljstrategi som syftar till att genomföra en förnyad ALM-analys som kan komma att påverka investeringsstrategin. Under 2007 återgick fonden till den tidigare fastställda planen att öka exponeringen mot tillgångsslaget Private Equity, en plan som sköts upp under 2006.



Strategiska beslut av medelfristig karaktär

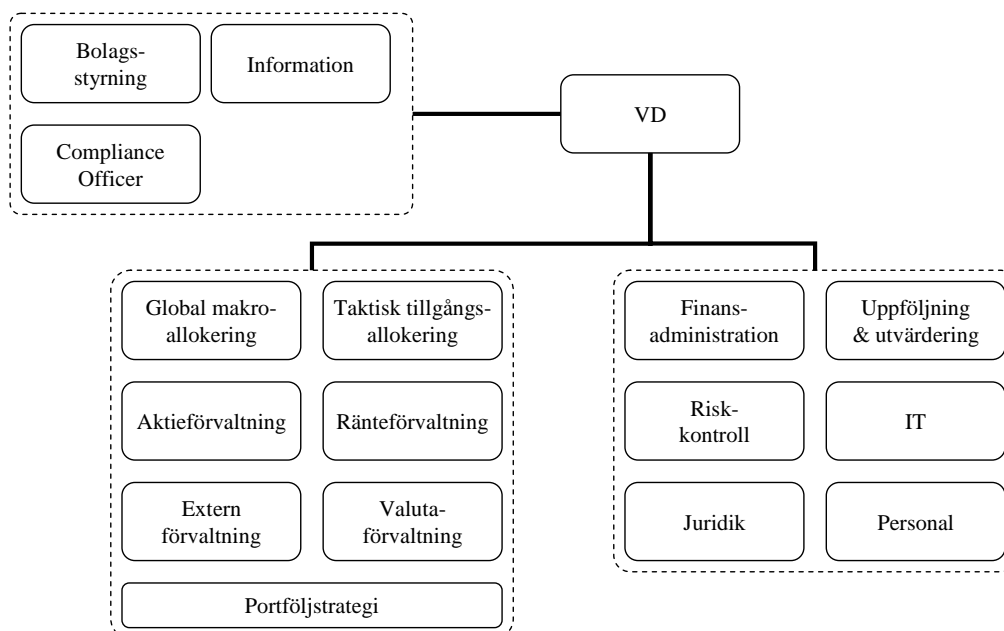
Under 2007 har första AP-fondens styrelse tagit två beslut av medelfristig karaktär. I april tog styrelsen ett beslut om att implementera två aktiva modeller. Modellerna försöker identifiera prisavvikelser mellan valutor och aktiemarknader och utnyttja dessa för att generera en god riskjusterad avkastning. Då dessa modeller under vissa, ibland längre, tidsperioder generar ett negativt resultat såg fonden det som nödvändigt att styrelsen fattade beslutet att implementera modellen för att kunna inkludera den i fondens benchmark. Under april togs också ett beslut om att minska exponeringen mot amerikanska aktier med 4 procentenheter. Då aktieexponeringen hölls konstant innebar detta en motsvarande ökning på 4 procentenheter jämnt fördelad på svenska, europeiska, japanska och tillväxtmarknadsaktier. Under året har också en del mindre ändringar i index för olika marknader beslutats. För en mer ingående beskrivning av de förändringar som genomförts historiskt hänvisar vi till förra årets utvärderingsrapport.

Förvaltningsstruktur och organisation

Med syfte att åstadkomma största möjliga nytta för pensionssystemet har AP1 valt en modell som i huvudsak består av två separata steg. I steg ett bestäms en strategisk portfölj utifrån en lång- och medelfristig placeringshorisont och i steg två tas aktiva beslut

om avvikelser från den strategiska portföljen med syfte att åstadkomma ytterligare avkastning. Beslut angående den strategiska portföljen (både av lång och av medelfristig karaktär) fattas av fondens styrelse medan den operativa aktiviteten beslutas av organisationen.

Första AP-fondens förvaltningsorganisation består av 7 enheter (se figur nedan). Enheten för portföljstrategi arbetar med att bistå styrelsen med förslag till strategiska förändringar av lång- eller medelfristig karaktär. Övriga enheter global makroallokering, taktisk tillgångsallokering, valutförvaltning, ränteförvaltning, aktieförvaltning och extern förvaltning arbetar dels med att se till att den strategiska portföljen implementeras och dels med att fatta aktiva beslut. Enheten för aktieförvaltning förvaltar fondens svenska och europeiska aktier. Enheten extern förvaltning ansvarar för externa förvaltningsmandat i Nordamerika, Japan, stillahavsområdet och tillväxtmarknader samt räntemandat för företagsobligationer i Nordamerika. Varje enhet fattar egna beslut inom ett delegerat riskmandat oberoende av andra enheters beslut. Den nuvarande organisationen har i princip varit intakt sedan 2004.



Ränteförvaltningen var tidigare uppdelad i geografiska regioner i likhet med aktieförvaltningen. Under 2006 slogs de tre större regionerna ihop till en och investeringsprocessen ändrades till att utgå ifrån gemensamma variabler för alla delmarknader. Ränteförvaltningen sköts internt med undantag för ett externt mandat inom amerikanska företagsobligationer.

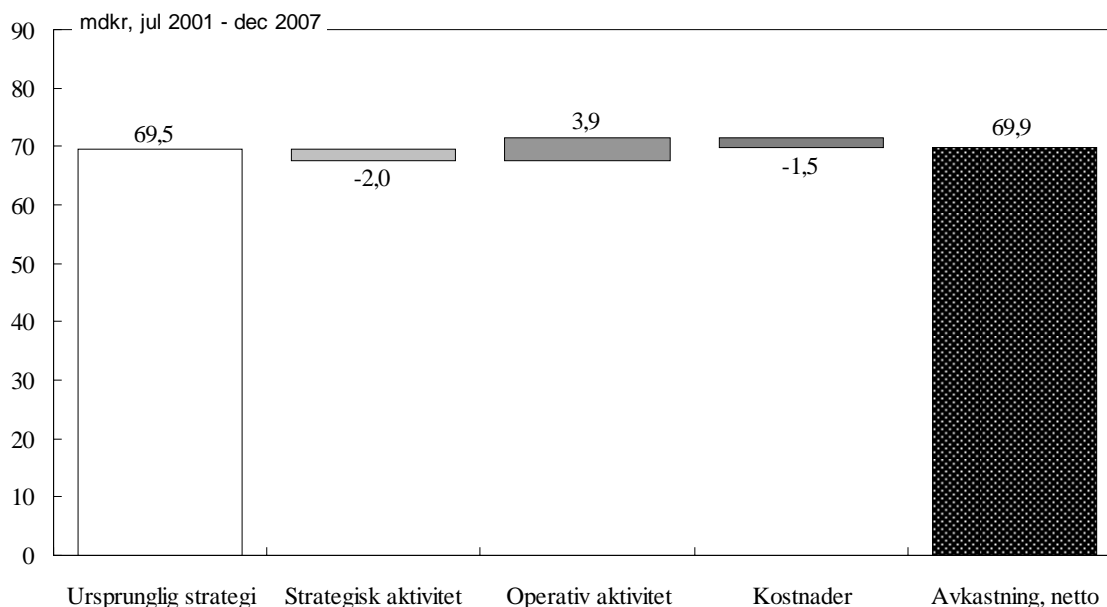
Svenska och europeiska aktier förvaltas internt. Den europeiska portföljen är uppdelad i sektorer där varje förvaltare ansvarar för en sektor men samtidigt förväntas bidra till förvaltningen av den svenska portföljen. Merparten (ca 91 %) av den interna aktieportföljen förvaltas aktivt. Övriga delar av aktieförvaltningen (Nordamerika, Stillhavsregionen, Japan samt tillväxtmarknader) förvaltas externt. Alla externa mandat (förutom ett av tillväxtmarknadsmandaten) förvaltas aktivt.

Resultaten sedan start

Tabellen och diagrammet nedan redovisar fondens totala avkastning i procent och kronor sedan halvårsskiftet 2001 (efter avdrag för kostnader). Jämförelseindex utgörs av den totala portföljens jämförelseindex (inkl. onoterade tillgångar såsom AP Fastigheter) och skiljer sig således från det jämförelseindex som gäller för utvärderingen av den operativa aktiviteten.

Avkastning (% per år)	2007	juli 2001 - dec 2007
Totala portföljen	4,6	6,3
Jämförelseindex	3,5	6,0
Inkomstindex	4,5	3,8
Skillnad mot jämförelseindex	1,1	0,3
Skillnad mot inkomstindex	0,1	2,5

Under 2007 var avkastningen i fondens totalportfölj ca 4,6 % efter kostnader, vilket motsvarar en värdeökning på ca 9,6 mdkr. Avkastningen kommer till största delen från aktier – utländska aktier och tillväxtmarknadsaktier har bidragit positivt samtidigt som svenska aktier bidragit negativt. Tillväxtmarknader gav högre avkastning i kronor än utländska aktier trots att det investerade kapitalet i tillväxtmarknader bara var ca en åttondel så stort. Räntebärande tillgångar och alternativa investeringar bidrog också positivt till den totala avkastningen.



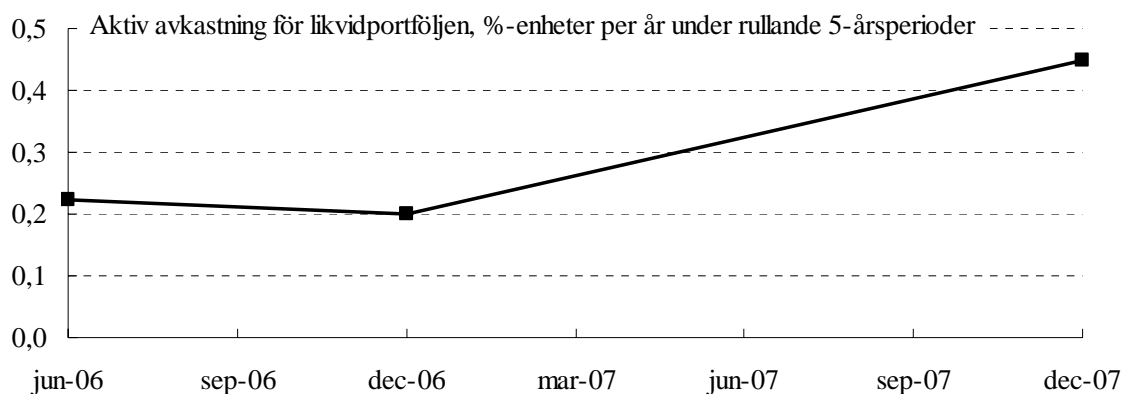
Fondens strategiska aktivitet har sammantaget inneburit en negativ resultatpåverkan på ca 2 mdkr. Samtidigt har den operativa aktiviteten i likvidportföljen bidragit med väsentliga positiva värden (knappt 4 mdkr).

Operativ aktivitet

Tabellen och diagrammet nedan redovisar resultatet för den operativa aktiviteten.

Avkastning (% per år)	2007	2003 - 2007
Likvidportföljen	4,4	11,7
Jämförelseindex	4,0	11,3
Skillnad mot jämförelseindex	0,4	0,4

Den marknadsnoterade portföljen gav en avkastning på 4,4 % under 2007 (före avdrag för kostnader) samtidigt som referensportföljen gav 4,0 %. Den aktiva avkastningen var alltså 0,4 procentenhet och de största bidragen kom från aktie- och ränteförvaltningen. De externa förvaltarna gav sammantaget ett neutralt bidrag till överavkastningen.



AP1 har förbättrat den aktiva avkastningen väsentligt under senare år och fonden är nära att nå sin målsättning under den senaste femårsperioden. De största bidragen till den aktiva avkastningen kommer från allokeringsmandat och valutapositioner. Den interna svenska aktieförvaltningen har gett positiva bidrag under de 3 senaste åren men det totala bidraget från aktier är nära noll över hela tidsperioden. Bidraget från ränteförvaltningen har inte heller påverkat totalavkastningen i någon väsentlig omfattning.

Den senaste tidens resultatförbättring som framgår av diagrammet ovan innebär naturligtvis att målsättningen har uppnåtts under de senaste åren (överavkastningen är 0,8 procentenheter per år under de 3 senaste åren) och samtliga delar av den operativa förvaltningen har bidragit med positiva värden.

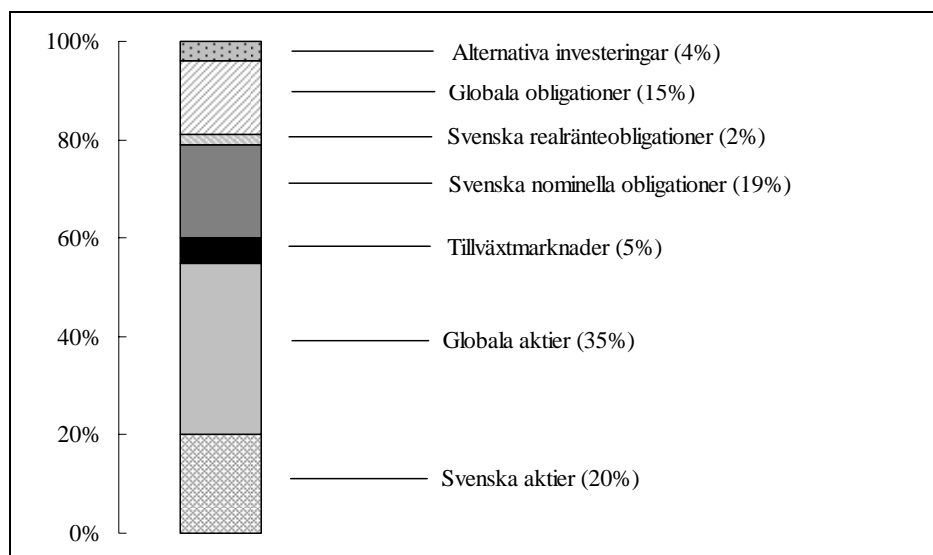
Andra AP-fonden

Strategisk aktivitet

Förändringar av långsiktig investeringsstrategi

AP2s övergripande strategiska fördelning har varit förhållandevis konstant över tiden. De förändringar som har genomförts har främst berört fördelning inom de olika tillgångsklasserna (se förgående års utvärderingsrapport för en ingående beskrivning av tidigare års strategiförändringar).

Under 2007 fortsatte implementeringen av den nya förvaltningsstrategin med fokusering på s.k. alfa- och betaförvaltning. Inom den svenska aktieportföljen allokerades 25 % till fundamental indexering och den totala andelen av fondens aktieportfölj som förvaltas enligt kvantitativa modeller ökade från 47 % till 51 %. Vid utgången av 2007 hade portföljen följande strategiska tillgångsfördelning.



Strategiska beslut av medelfristig karaktär

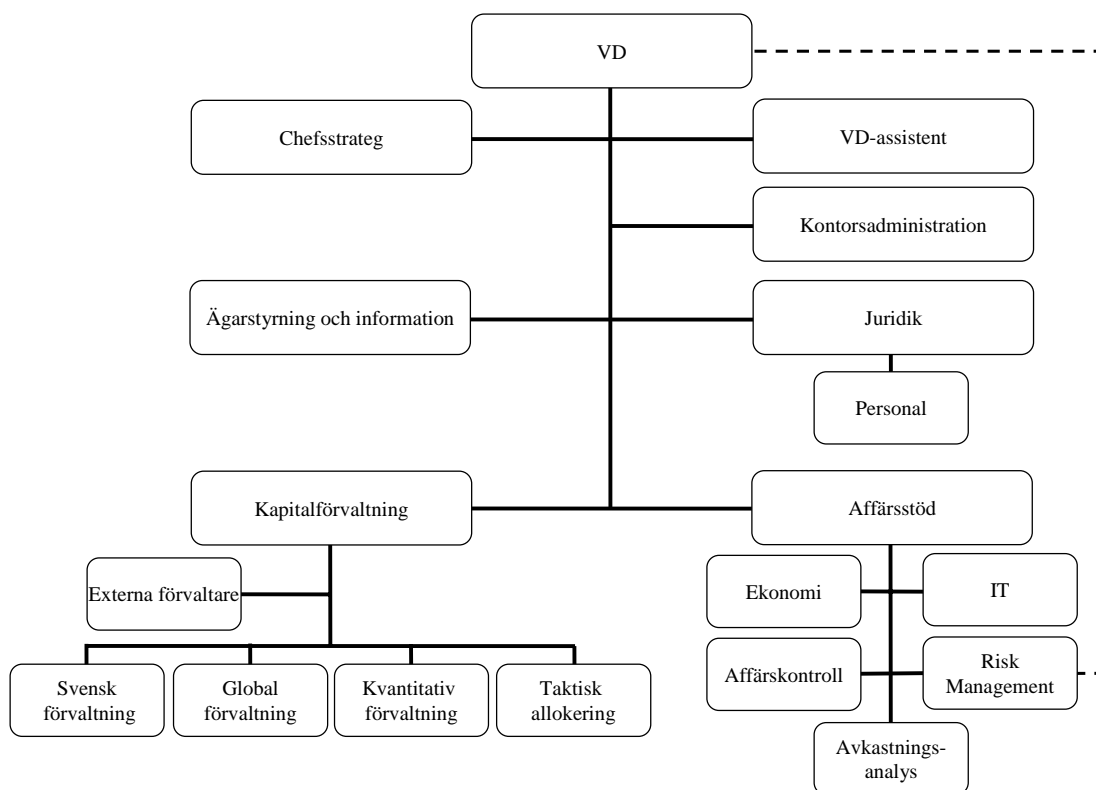
Styrelsen i AP2 fattar rutinmässigt sett inte större allokeringarbeslut baserat på en medelfristig placeringshorisont på samma sätt som t.ex. styrelsen i AP1 och AP3 gör (vissa valutabeslut har dock fattats av styrelsen). Däremot utgör t.ex. beslutet att använda fundamental indexering något som kan karaktäriseras som ett beslut som ligger mellan den riktigt långsiktiga investeringsstrategin och medelfristiga, taktiska beslut. Mandat för taktisk tillgångsfördelning finns i övrigt inom fondens operativa verksamhet.

Förvaltningsstruktur och organisation

Under 2007 fortsatte arbetet med att anpassa organisationen efter den nya strategin och en ny förvaltningsstruktur implementerades. Målsättningen med den nya strukturen var att skapa en tydligare ansvarsfördelning, större möjligheter till positioner mellan tillgångsslagen och en tydligare separering mellan absolut och relativ förvaltning. I sam-

band med övergången till den nya strategin och förvaltningsstrukturen har även risk-budgeteringsprocessen förändrats.

Istället för att bygga upp förvaltningsorganisationen runt tillgångsklasser eller regional fördelning har organisationen delats upp i fem olika investeringsteam – svensk alfaförvaltning, global alfaförvaltning, extern förvaltning, kvantitativ förvaltning samt taktisk tillgångsfördelning (se figur nedan). Varje investeringsteam har sedan möjlighet att ta aktiva beslut genom att utnyttja värdepapper som härrör från flera olika tillgångsklasser.



Investeringsgrupperna svensk och global alfaförvaltning samt taktisk tillgångsfördelning har som syfte att generera alfa. Genom att ta positioner på marknaden med hjälp av derivat, eller med hjälp av internlån från den kvantitativa portföljen, sker förvaltningen inom dessa grupper i princip helt utan kapital. Den taktiska tillgångsallokeringen har dessutom en roll att fylla vid rebalanseringstillfällen.

Målsättningen med den kvantitativa portföljen är att försöka skapa effektiv och billig betaexponering. Inom den kvantitativa portföljen förvaltas svenska och globala aktier samt svenska räntebärande tillgångar. Nästan allt kapital inom den kvantitativa portföljen förvaltas internt. Förutom att exponera kapitalet enligt fondens strategiska portfölj skall även den kvantitativa förvaltningen kunna möjliggöra en överavkastning genom mandat med semiaktiv inriktning.

Syftet med den externa förvaltningen är i första hand skapa överavkastning, men även att kunna skapa en betaexponering inom områden där fonden saknar kompetens eller resurser internt, eller där en exponering via derivat framstår som dyr.

Under 2007 har personalomsättningen inom fonden varit relativt hög, då åtta personer valde att lämna AP2. Under året har också ett rörligt ersättningssystem som ska gälla

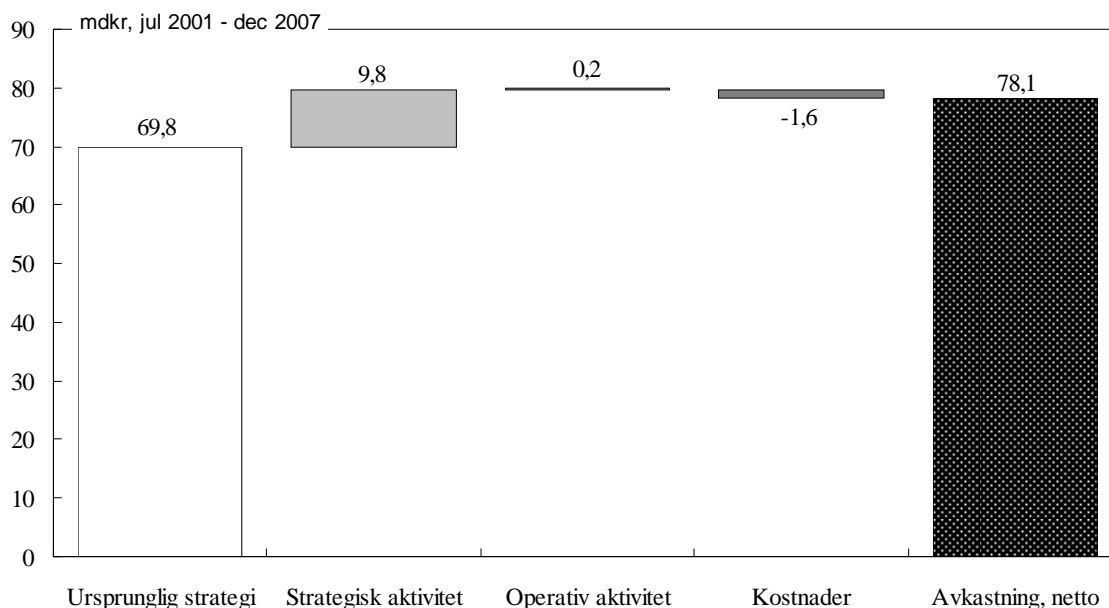
fr.o.m. 2008 utarbetats. Systemet innebär att alla anställda (exkl. VD) kan erhålla en halv månadslön om fonden uppnår överavkastningsmålet och en halv månadslön utgår om medarbetarna når de individuellt uppsatta målen. De som är ansvariga för överavkastning kan få ytterligare en månadslön i rörlig ersättning.

Resultaten sedan start

Tabellen och diagrammet nedan redovisar fondens totala avkastning i procent och kronor sedan halvårsskiftet 2001 (efter avdrag för kostnader). Jämförelseindex utgörs av den totala portföljens jämförelseindex (inkl. onoterade tillgångar såsom AP Fastigheter) och skiljer sig således från det jämförelseindex som gäller för utvärderingen av den operativa aktiviteten.

Avkastning (% per år)	2007	juli 2001 - dec 2007
Totala portföljen	4,0	6,8
Jämförelseindex	4,2	6,5
Inkomstindex	4,5	3,8
Skillnad mot jämförelseindex	-0,2	0,3
Skillnad mot inkomstindex	-0,5	3,0

Andra AP-fondens avkastning uppgick under 2007 till 4,0 % efter avdrag för kostnader vilket var strax under fondens totala jämförelseindex. Årets avkastning motsvarar en värdeökning på 8,7 mdkr. Bland de ingående tillgångsslagen har de alternativa investeringarna samt den globala aktieportföljen givit högst avkastning under året (13,4 respektive 8,3 %). Avkastningen för de räntebärande tillgångarna uppgick under året till 2,5 % medan svenska aktier gav en negativ avkastning på 3,1 %.



Fondens ursprungliga strategi från halvårsskiftet 2001, med 60 % aktier samt 40 % svenska obligationer hade, om den behållits, givit en avkastning på knappt 70 mdkr till och med december 2007. Styrelsens strategiska aktivitet har givit ett positivt bidrag om

hela 9,8 mdkr till fondens totala avkastning. Det är främst styrelsebeslutet om att allokera en del av den globala portföljen till tillväxtmarknadsaktier som givit stor utväxling - den strategiska allokeringen till tillväxtmarknader står för nästan halva bidraget från den strategiska aktiviteten. Uppdelningen av tillgångsslaget svenska aktier som genomfördes under år 2002 har givit ett positivt bidrag på ca 1,4 mdkr. Andra strategiska aktiviteter som givit en positiv resultateffekt är omfördelningen från utländska och svenska räntor till onoterade tillgångar och fastigheter (ca 1,2 mdkr) samt förändringar i valutaexponering (ca 0,5 mdkr). Samtidigt har inkludering av utländska räntor samt den nedviktnings av reala räntor som genomfördes vid ingången av föregående år givit ett negativt bidrag till den strategiska aktiviteten. Den strategiska allokeringen till fundamental indexering som påbörjades under år 2006 har hittills inte haft någon större inverkan på fondens strategiska aktivitet.

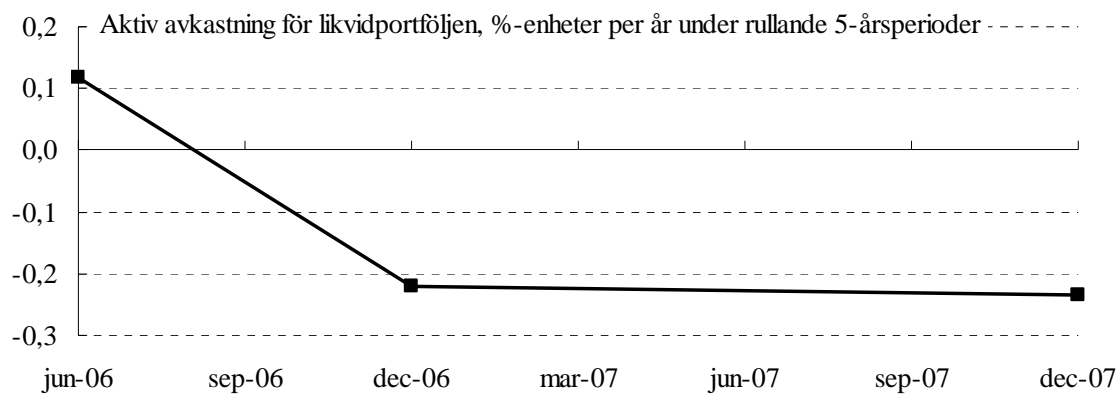
Utöver aktiviteten från de strategiska besluten har även den operativa aktiviteten varit positiv, men i högst marginell utsträckning. AP2:s marknadsnoterade portfölj har sedan halvårsskiftet 2001 bidragit med en avkastning utöver jämförelseindex på ca 0,2 mdkr. Emellertid härrör den positiva aktiva avkastningen nästan uteslutande från det tredje kvartalet 2001, d.v.s de första månaderna efter transitionsperioden. Till slut har fondens kostnader uppgått till ca 1,6 mdkr. Den totala avkastningen, med hänsyn tagen till samtliga bidrag, uppgår till 78,1 mdkr.

Operativ aktivitet

Tabellen och diagrammet nedan redovisar resultatet för den operativa aktiviteten.

Avkastning (% per år)	2007	2003 - 2007
Likvidportföljen	3,7	12,7
Jämförelseindex	4,1	12,9
Skillnad mot jämförelseindex	-0,4	-0,2

Den operativa aktiviteten under 2007 uppgick till -0,4 procentenheter. Den främsta förklaringen till årets underavkastning är det negativa bidraget från det globala taktiska allokeringensmandatet samt rebalanseringseffekter till följd av ansträngningar att replikera index. Uppdelat på den nya organisationsstrukturen har den svenska aktiva förvaltningen inom aktier och räntor samt den externa förvaltningen givit ett positivt bidrag till fondens resultat, medan den globala förvaltningen av aktier och räntor samt den kvantitativa förvaltningen har givit ett negativt bidrag.



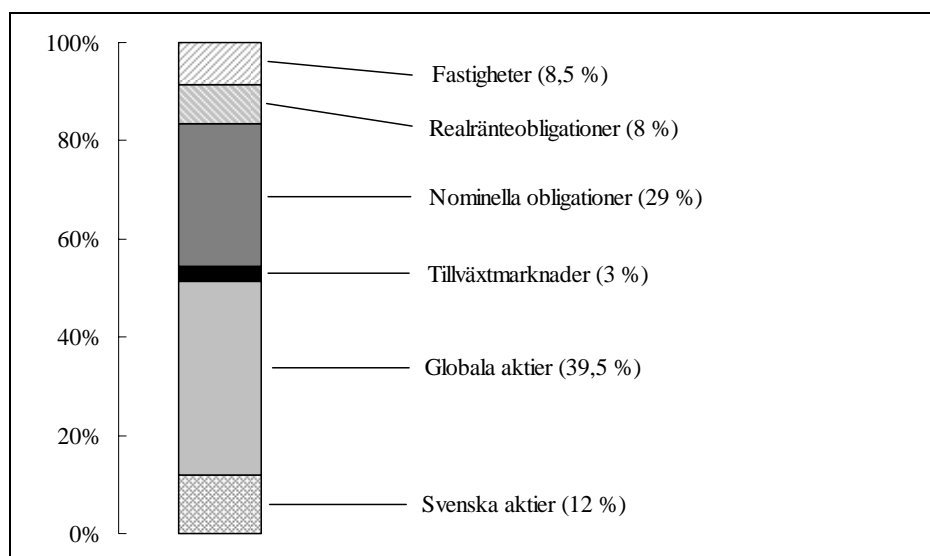
Under den senaste femårsperioden har den operativa aktiviteten uppgått till -0,2 procentenheter per år. Det negativa bidraget från tillgångsslaget svenska aktier är den enskilt främsta orsaken till underavkastningen (-1,1 procentenheter). Den relativa avkastningen för den globala aktieportföljen har varit positiv (0,8 procentenheter) medan svenska obligationer under perioden givit en avkastning strax under index (-0,1 procentenheter)

Tredje AP-fonden

Strategisk aktivitet

Förändringar av långsiktig investeringsstrategi

Under 2007 har AP3 fortsatt att utveckla sin strategi för alternativa investeringar. Inom strategin för internationella fastighetsinvesteringar har nya investeringar inletts i Europa och Asien. Investeringar inom Life-Science har fortsatt i Skandinavien och Europa och åtagandena inom Private Equity har utökats. Sedan 2006 har den långsiktiga investeringsstrategin följande tillgångsslagsfördelning.



Strategiska beslut av medelfristig karaktär

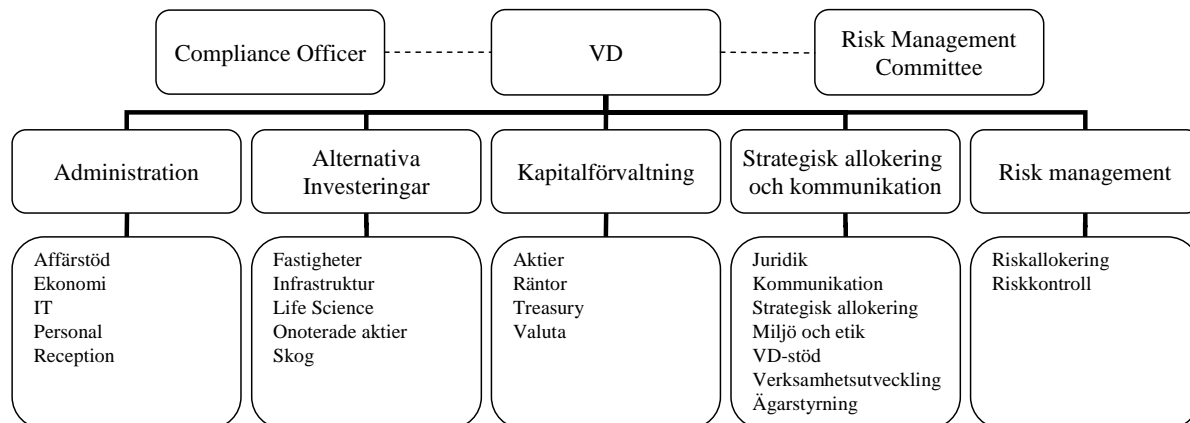
AP3s styrelse fattade tre medelfristiga beslut under 2007. Inom ränteportföljen togs positioner avseende duration samt över-/underviktning av vissa regioner. Valutaexponeringen minskades ytterligare från 13 % till 9 %, vilket kan jämföras med den långsiktiga portföljens normalvikt på 20 %. Exponeringen mot svenska bostadsobligationer minskades (-5,5 procentenheter) till fördel för en ökning inom statsobligationer (3 procentenheter) och aktier (1,2 procentenhet i Sverige, 1,0 procentenhet i Europa samt 0,3 procentenhet i Australien, Hong Kong och Nya Zeeland).

Förvaltningsstruktur och organisation

Fonden har sedan 2005 jobbat för att förändra sin investeringsverksamhet med stort fokus på separering av aktiv risk (alfa) och marknadsexponering (beta). Under 2007 har ytterligare steg tagits i denna riktning.

Investeringsverksamheten består grovt sett av tre enheter, strategisk allokering, förvaltning av alternativa investeringar samt kapitalförvaltning (se figur nedan). Enheten för strategisk allokering gör medelfristiga beslut som innebär avsteg ifrån fondens långsiktiga strategiska portfölj och enheten för alternativa investeringar tar hand om de investeringar som antingen inte är marknadsnoterade eller som i varierande utsträckning har

låg likviditet. Kapitalförvaltningen implementerar den likvida delen av den strategiska portföljen samt tar aktiva beslut med utgångspunkt ifrån den.



Kapitalförvaltningen kan i sin tur delas upp i traditionella avdelningar för aktier, räntor, valuta samt treasury men det är troligen mer relevant att göra en uppdelning utifrån de typer av förvaltningsmandat som förekommer: övergripande alfastrategier, räntemandat samt aktiemandat.

Övergripande alfastrategier inbegriper totalt 7 mandat, 3 externa för global taktisk tillgångsallokering samt 4 interna för olika typer av aktiva beslut inom och mellan tillgångsslag. Denna typ av "overlaypositioner" implementeras så långt det är möjligt genom derivat för att minimera kostnader och för att inte skapa störningseffekter i den övriga portföljen.

Ränteportföljen förvaltas internt med undantag för ett externt mandat avseende amerikanska företagsobligationer. Aktiva beslut tas inom ett flertal dimensioner.

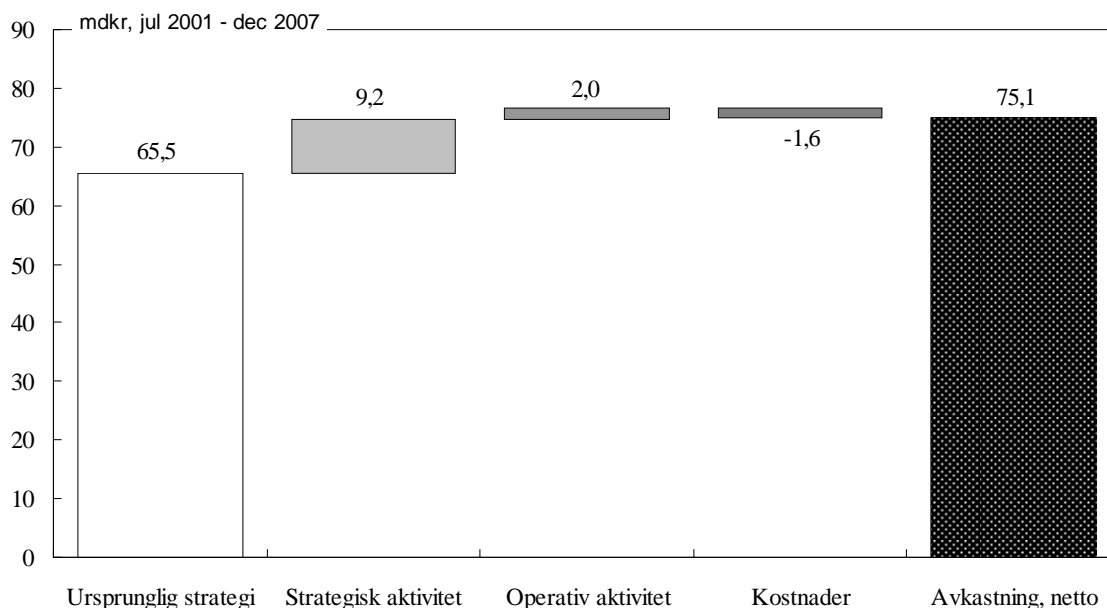
Inom aktier återfinns den största bredden av mandat, hela skalan från passiva indexportföljer till rena alfa-mandat förekommer. I grunden finns åtta passiva aktiemandat för olika regioner, Sverige förvaltas internt, övriga externt. Fonden har också ett semipassivt externt mandat för stora bolag i Nordamerika samt tre mandat som utgår ifrån fundamentabaserade index, varav två är interna. Vidare finns tio traditionellt aktiva mandat inom olika segment. Slutligen har fonden implementerat tre alfa-mandat, varav två är interna och inriktade på svenska aktier. De två alfa-mandaten i Sverige implementerades tidigt under 2007 som ett led i den separering av alfa och beta som fonden söker.

Resultaten sedan start

Tabellen och diagrammet nedan redovisar fondens totala avkastning i procent och kronor sedan halvårsskiftet 2001 (efter avdrag för kostnader). Jämförelseindex utgörs av den totala portföljens jämförelseindex (inkl. onoterade tillgångar såsom AP Fastigheter) och skiljer sig således från det jämförelseindex som gäller för utvärderingen av den operativa aktiviteten.

Avkastning (% per år)	2007	juli 2001 - dec 2007
Totala portföljen	5,0	6,6
Jämförelseindex	5,4	6,0
Inkomstindex	4,5	3,8
Skillnad mot jämförelseindex	-0,4	0,5
Skillnad mot inkomstindex	0,5	2,8

Under 2007 gav AP3s totalportfölj en avkastning om 10,6 mdkr efter kostnader, vilket motsvarar en avkastning på 5,1 %. De största bidragen kommer från aktie och ränteförvaltningen som bidrar med 1,5 respektive 1,2 procentenhet samtidigt som alternativa investeringar bidrog med 1,2 procentenhet. Strategiska positioner och övergripande alfastrategier bidrog med 0,5 procentenhet vardera.



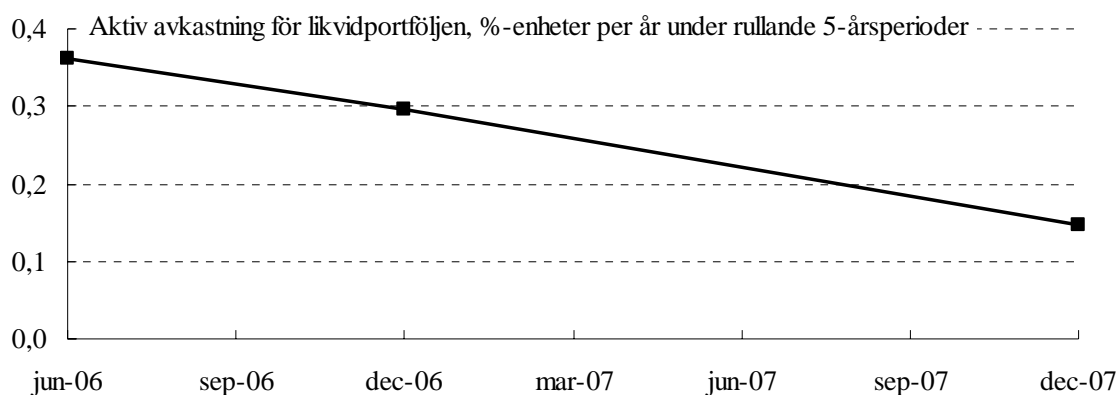
Om den ursprungliga strategin bibehållits hade fonden erhållit en avkastning på 65,5 mdkr. Strategisk och operativ aktivitet har bidragit med ytterligare 9,2 respektive 2,0 mdkr. Under perioden uppgick kostnaderna till 1,6 mdkr och den totala nettoavkastningen var 75,1 mdkr vid utgången av 2007.

Operativ aktivitet

Tabellen och diagrammet nedan redovisar resultatet för den operativa aktiviteten.

Avkastning (% per år)	2007	2003 - 2007
Likvidportföljen	4,2	11,7
Jämförelseindex	4,4	11,6
Skillnad mot jämförelseindex	-0,2	0,1

AP3s operativa aktivitet under 2007 blev -0,2 procentenhet. Aktiviteten i ränte- och aktieportföljerna bidrog negativt (med -0,4 procentenhet vardera) samtidigt som rena alfa- och overlaymandat gav positiva bidrag om totalt 0,5 procentenhet.



Grafen ovan visar hur den aktiva avkastningen över 5 år har utvecklats sedan juni 2006. De två första åren efter bildandet presterade AP3 positiva aktiva avkastningar som också ingår i 5-årsperioden som slutar i juni 2006. Dessa har successivt ersatts med negativ aktiv avkastning för 2006 och 2007 vilket förklarar minskningen under perioden.

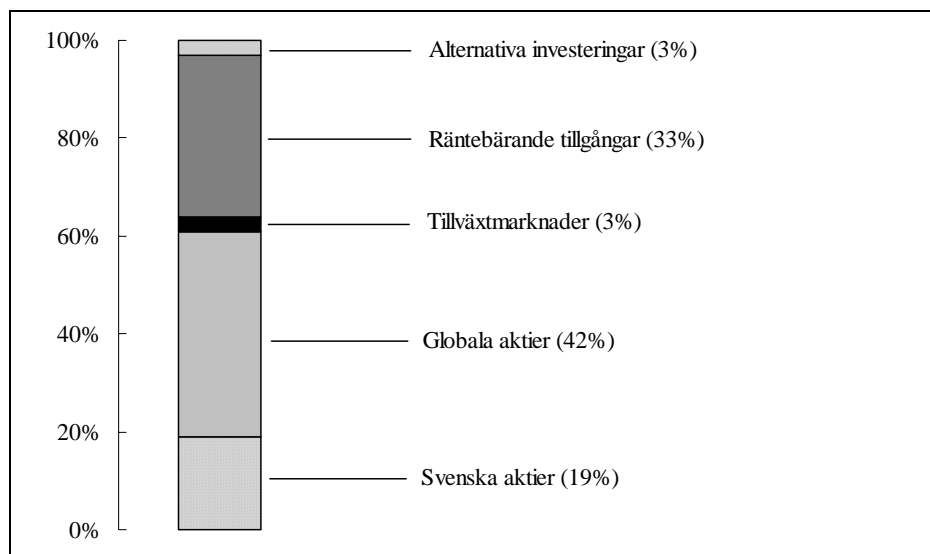
Sedan halvårsskiftet 2001 kan överavkastningen förklaras med goda resultat från allokeringsmandat samt ränte- och valutaförvaltning.

Fjärde AP-fonden

Strategisk aktivitet

Förändringar av långsiktig investeringsstrategi

Under 2007 beslutade styrelsen att allokera 3 % av fondens kapital till tillväxtmarknadsaktier samtidigt som de globala och svenska aktierna ökades marginellt. Totalt sett ökade aktieandelen med 4 procentenheter (till 65 %). Implementeringen av tillväxtmarknadsaktierna påbörjades under maj och transaktionen fördelades successivt ut under året.



Strategiska beslut av medelfristig karaktär

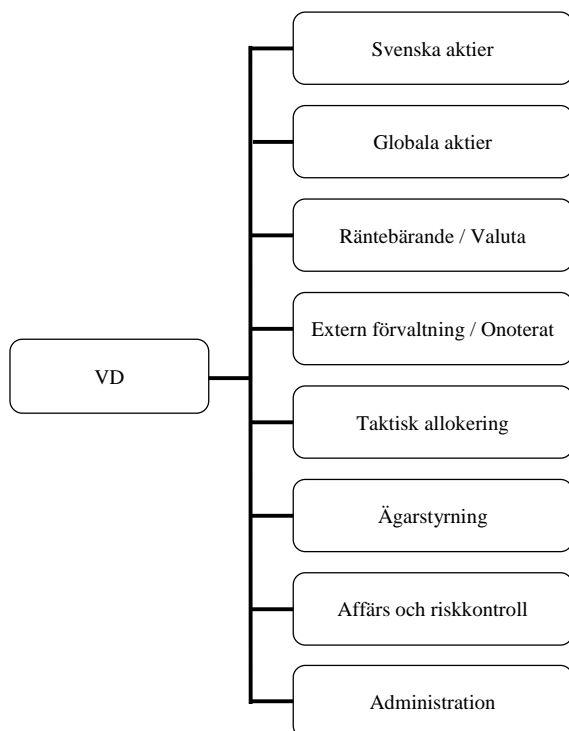
Av medelfristiga skäl ökades den totala aktieandelen emellertid inte under 2007. Fonden valde istället att införa tillväxtmarknadsaktier främst ”på bekostnad” av den globala aktieandelen.

Vid inledningen av 2007 ökades andelen kreditrisk i räntebärande delen från 41 % till 46 %. Under året beslutades det också om en ändring av den strategiska valutaexponeringen. Den japanska yenen bedömdes att vara markant undervärderad i ett medelfristigt perspektiv och möjlighet att öka andelen japanska yen från 5 till 15 % av valutaexponeringen beslutades. Vidare beslutades det även att öka valutaexponeringen från 15 % till 16,6 % för att främst få en ökad exponering mot amerikanska dollar. Hela förändringen genomfördes dock inte under 2007, vid årsskiftet uppgick fondens valutaexponering till 16,2 %.

Förvaltningsstruktur och organisation

Under 2007 inleddes ett förändringsarbete av förvaltningsorganisationen (se figur nedan). Syftet med förändringen var att skapa ökat fokus på strategisk allokering samtidigt inslagen av aktiv och intern förvaltning minskades. Under tidigare år har utgångspunkten varit att förvaltningen ska bedrivas aktivt och internt. Det nya synsättet innebär att

om det inte föreligger starka skäl för aktiv förvaltning ska förvaltningen vara passiv. Under året indexerades stora delar av den globala aktieportföljen. I valet mellan intern och extern förvaltning ska alltid den förväntade avkastningen efter kostnader spela den avgörande rollen för beslutet.



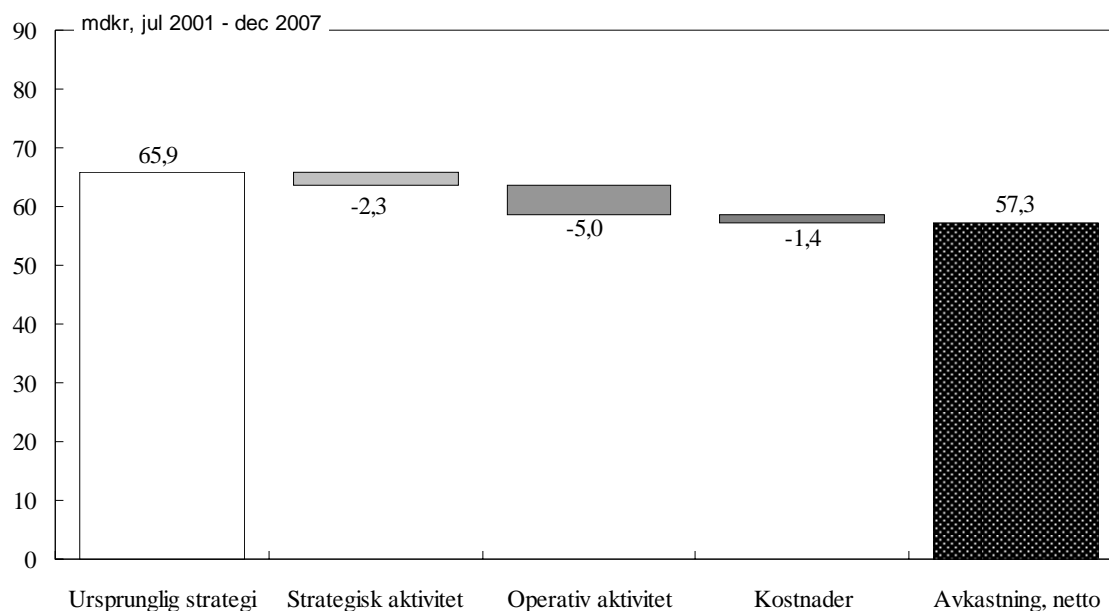
Fonden kommer i ett kortare perspektiv att öka andelen externa förvaltare. Under året har AP4 dragit ner den aktiva risken i förvaltningen då det aktiva risktagandet generellt inte har uppfyllt avkastningsförväntningarna. Detta medför att fondens överavkastningsmål har minskat från 0,5 procentenhet under 2007 till 0,4 procentenhet under 2008. Förändringsarbetet av förvaltningsorganisationen medförde även en relativt hög personalomsättning. Under året lämnade 7 personer AP4 (varav 4 pensionerades) och 6 stycken tillkom. Under 2008 har ytterligare 8 personer beslutat att lämna fonden.

Resultaten sedan start

Tabellen och diagrammet nedan redovisar fondens totala avkastning i procent och kronor sedan halvårsskiftet 2001 (efter avdrag för kostnader). Jämförelseindex utgörs av den totala portföljens jämförelseindex (inkl. onoterade tillgångar såsom AP Fastigheter) och skiljer sig således från det jämförelseindex som gäller för utvärderingen av den operativa aktiviteten.

Avkastning (% per år)	2007	juli 2001 - dec 2007
Totala portföljen	2,4	5,1
Jämförelseindex	3,5	5,8
Inkomstindex	4,5	3,8
Skillnad mot jämförelseindex	-1,1	-0,7
Skillnad mot inkomstindex	-2,1	1,3

Fjärde AP-fondens avkastning uppgick under 2007 till 2,4 % efter kostnader, vilket motsvarar en värdeökning på 4,8 mdkr. Bland de ingående tillgångsslagen har de onoterade aktierna samt fastigheter givit högst avkastning (40,4 % respektive 21,4 %) medan avkastningen för de svenska aktierna under året var negativ (-1,6 %). De globala aktierna har med en avkastning på 2,1 % givit det största bidraget till fondens totala avkastning under året.



Fondens ursprungliga strategi från halvårsskiftet 2001, med 62,5 % aktier och 37,5 % obligationer hade, om den behållits, givit en avkastning om ca 65,9 mdkr. Det är en ökning med knappt 6 mdkr sedan föregående år. Bidraget från den strategiska aktiviteten uppgår till -2,3 mdkr. Det största negativa bidraget till den strategiska aktiviteten härstammar från beslutet att vid ingången av 2003 vikta ner tillgångsslaget svenska aktier i förmån till globala aktier. Den strategiska effekten av omallokeringen uppgår till ca -2,0 mdkr. Exkluderingen av reala obligationer i investeringsstrategin till förmån för nominella obligationer som genomfördes under ingången av 2002 har givit ett negativt bidrag på ca 1,6 mdkr till fondens strategiska aktivitet. Vidare har införandet av fastigheter till portföljen fr.o.m. 2004 givit ett positivt bidrag om ca 0,7 mdkr till den strategiska aktiviteten. Årets allokering till tillväxtmarknader har hittills varit lyckad. Det strategiska bidraget från allokeringen uppgick vid årsskiftet till ca 0,3 mdkr.

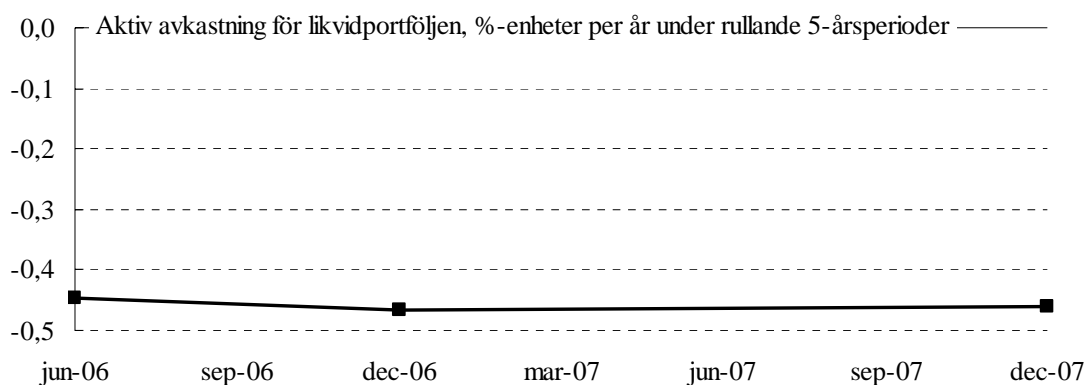
Fondens operativa aktivitet har sedan halvårsskiftet 2001 givit ett negativt bidrag på ca 5 mdkr. Slutligen har fondens kostnader uppgått till ca 1,4 mdkr. Den totala avkastningen, med hänsyn tagen till samtliga bidrag, uppgår till ca 57,3 mdkr.

Operativ aktivitet

Tabellen och diagrammet nedan redovisar resultatet för den operativa aktiviteten.

Avkastning (% per år)	2007	2003 - 2007
Likvidportföljen	1,8	11,2
Jämförelseindex	3,0	11,6
Skillnad mot jämförelseindex	-1,2	-0,5

Den operativa aktiviteten under 2007 uppgick till -1,2 procentenheter före avdrag av kostnader. Den främsta förklaringen till årets underavkastning är de negativa resultaten från ränteportföljen samt den globala aktieportföljen (-2,1 respektive -1,5 procentenheter). Svenska aktier gav emellertid en avkastning som överträffade index med 1,0 procentenhet.

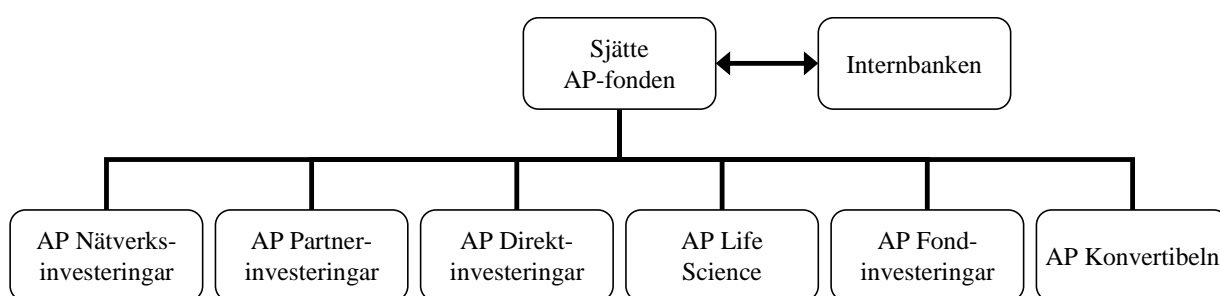


Under den senaste femårsperioden har den operativa aktiviteten givit ett årligt negativt bidrag på -0,5 procentenheter. Tillgångsslagen svenska och globala aktier har bidragit negativt till portföljens resultat.

Sjätte AP-fonden

Investeringsstrategi och organisation

AP6 erhöll i december 1996 medel motsvarande 10,4 mdkr och gjorde sin första investering i onoterade aktier under våren 1997. Fondens investeringsverksamhet är numera formellt indelad i sex affärsområden som investerar direkt i onoterade företag, i onoterade företag via s.k. fonder samt i fonder för noterade småbolag (se figur nedan). Till detta kommer den s.k. internbanken som förvaltar det kapital som hålls som beredskap för förväntade åtaganden och utflöden inom investeringsverksamheten. Valet av direktägande eller fondinvestering bestäms bl.a. av fondens specifika kompetens och resurser i övrigt. T.ex. har AP Life Science ”brutits ut” som ett eget affärsområde mot bakgrund av den specifika kompetens som är närvarande inom fonden.



Med syfte att skapa riskspridning allokerar fonden kapital till investeringar i olika branscher (t.ex. fastigheter, produkter/tjänster, life science) och i företag som befinner sig i olika stadier av livscykeln (mogna företag och företag i olika delar av den s.k. expansionsfasen).

Den onoterade delen av portföljen har vuxit successivt och utgjorde merparten av fondens kapital vid utgången av 2007. Vid årsskiftet hade fonden också direktägande i noterade företag som före börsintroduktion varit direktägda, onoterade innehav.

Portföljens avkastningsmål

Avkastningskrav och avkastningsmål

För noterade aktier är det förhållandevis lätt att konstruera ett index som möjliggör jämförelse av portföljens avkastning. Situationen är svårare när det gäller illikvida investeringar såsom onoterade aktier. Problemet är att det inte finns en enkelt tillgänglig pris-mekanism att använda för att värdera onoterade bolag. AP6 har valt att hantera detta problem genom att konstruera en riskpremiemodell som beaktar fondens innehav i olika branscher och utvecklingsfaser. Riskpremiemodellen har gällt under den senaste femårsperioden. Modellen, som formellt sett mynnar ut i styrelsens avkastningskrav för fondens totala tillgångar, utgår ifrån den riskfria räntan och adderar en riskpremie som varierar över olika branscher och faser. Utöver detta läggs också ett mål om överavkastning till på toppen av riskpremierna. Denna målsättning för överavkastning bestäms formellt av fondens operativa ledning och ska utvärderas under en period av fem år.

Styrelsens avkastningskrav

Under hösten varje år fastställer styrelsen avkastningskraven som ska gälla under nästkommande kalenderår. Fondens totala krav erhålls genom att de olika investeringarnas avkastningskrav vägs samman utifrån de senast kända marknadsvärdena för respektive investering, vilket i praktiken innebär att avkastningskravet är kapitalvägt. Denna modell har gällt sedan 1 januari, 2003 och under 2007 har det kortsiktiga avkastningskravet för fonden totalt sett uppgått till 9,0 %.

Kapitalvägningen sker således mot bakgrund av värderingar som inte tar hänsyn till omvärderingar som sker under de senare månaderna under respektive kalenderår. Därmed kommer innehavens utgående andelar inte att avspeglas i avkastningskravet som ska gälla för nästkommande år. Skillnaden kan vara stor för tillgångar vars marknadsvärde karaktäriseras av en stor variation (exempelvis aktier). Eftersom noggranna omvärderingar av onoterade aktier vanligtvis äger rum i anslutning till slutet av varje kalenderår är den potentiella skillnaden sannolikt också störst för dessa.

Beräkningen av avkastningskravet i enlighet med riskpremiemodellen kan förbättras genom att använda marknadsvärderingar vid utgången av respektive kalenderår. På så sätt erhålls ett avkastningskrav som på ett bättre sätt avspeglar fondens investeringar och fördelningen mellan dem. Eftersom problemet är av teknisk karaktär – det är inget fel på en riskpremiemodell i sig – bör en justering också genomföras för de krav som har gällt under de senaste fem åren.

I vissa interna dokument och kommunikation väljer AP6 att genomföra den justering som föreslagits ovan. Det betyder att fonden för egen del har två olika krav och två olika mål att använda i sin utvärdering. Därmed riskerar också kommunikationen till fondens övriga intressenter att kompliceras.

Sammanfattning av avkastningskrav och avkastningsmål

Under 1997 och 1998 genomgick fonden en s.k. transitionsfas under vilken aktieportföljen successivt byggdes upp. P.g.a. att fonden inte hade fastställt ett s.k. transitionsindex vid denna tidpunkt har HWIP i efterhand konstruerat ett sådant (se sidan 5 i bilaga 7 i ”Regeringens skrivelse 2001/02:180”). Under de fyra efterföljande åren, fram till och med 2002, gällde ett avkastningsmål som utgick från Findatas Avkastningsindex (FDAX), senare SIX Avkastningsindex (exklusive Nokia). Detta mål tillämpades för såväl den totala portföljen som den noterade portföljen. Att målet tillämpades även för den totala portföljen är ett uttryck för att den onoterade portföljens omfattning inledningsvis var begränsad. Vid inledningen av 2003 övergick fonden till att använda den riskpremiemodell som beskrivits ovan.

I tabellen nedan redovisas den serie av avkastningskrav som enligt ovanstående har fastställts under den senaste elvaårsperioden.

Period	Avkastningskrav
1997	8,3%
1998	14,0%
1999	67,4%
2000	-11,9%
2001	-14,2%
2002	-34,7%
2003	7,4%
2004	6,4%
2005	6,1%
2006	7,2%
2007	9,0%

De fem senaste årens avkastningskrav har byggts upp via riskpremiemodellen. Investeringsverksamhetens (IV) krav har då vägts samman med Internbankens (IB) krav enligt nedan.

Period	IB Vikt	IV Vikt	IB Krav	IV Krav	Krav Fonden
2003	47%	53%	4,90%	9,70%	7,43%
2004	46%	54%	3,68%	8,71%	6,42%
2005	44%	56%	3,12%	8,44%	6,10%
2006	22%	78%	2,90%	8,49%	7,24%
2007	9%	91%	7,48%	9,11%	8,97%
5 år, % per år					7,23%
Mål om överavkastning för IV, procentenheter per år					1,50%
Avkastningsmål 5 år, % per år					8,22%

Styrelsens avkastningskrav har uppgått till ca 7,2 % per år under de senaste fem åren. Avkastningsmålet som inkluderar ett tillägg för överavkastning har uppgått till 8,2 % per år under samma period (notera att målet om överavkastning endast ska läggas till på kravet för IV).

Validering av portföljavgkastning

Vid beräkning av den totala portföljens nettoavkastning för 2007 har en differens på 1 procentenhet uppkommit vid jämförelse med den nettoavkastning som fonden har redovisat i årsredovisningen. Fonden använder det genomsnittliga fondkapitalet som bas vid beräkning av den procentuella avkastningen (13,1 %) medan den avkastning som beräknats för denna utvärdering (14,1 %) har beräknats genom att nettoavkastningen delas med det ingående kapitalet. Den senare metoden är korrekt för att beräkna den procentuella nettoavkastningen i en fond som är stängd för externa flöden.

Analys av resultat

Nedan redovisas en sammanfattning av portföljresultatet. Redovisning av resultaten görs för såväl den totala portföljen som portföljen av onoterade innehav. Skälet för att särskilt redovisa resultaten för den onoterade delen av portföljen är att den utgör merparten av fondens investeringar, samtidigt som traditionella metoder för att beräkna avkastning inte kan användas för onoterade innehav. Totalportföljens resultat anges efter avdrag för kostnader medan den onoterade portföljens resultat anges före och efter avdrag för externa förvaltningsarvoden.

Sammanfattning av resultat – total portfölj

Avkastning (% per år)	2007	2003 - 2007	1997 - 2007
Totala portföljen	14,1	11,1	5,9
Avkastningskrav	9,0	7,2	3,4
Avkastningsmål	-	8,2	-
Skillnad mot avkastningskrav	5,1	3,9	2,4
Skillnad mot avkastningsmål	-	2,9	-

Under 2007 uppgick den totala portföljens avkastning till 14,1 % efter kostnader. Detta är en överavkastning på 5,1 procentenheter jämfört med avkastningskravet. Under den senaste femårsperioden uppgår avkastningen till i genomsnitt 11,1 % per år vilket innebär en överavkastning jämfört med kravet på 3,9 procentenheter per år. Sedan fondens start har avkastningen varit 5,9 % per år och kravet har således överträffats med 2,4 procentenheter per år. Styrelsens avkastningskrav har därmed överträffats med stor marginal såväl under den senaste femårsperioden som sedan fondens start.

Av tabellen framgår också att fonden har överträffat sitt operativa avkastningsmål med 2,9 procentenheter per år under den senaste femårsperioden.

Sammanfattning av resultat – onoterad portfölj

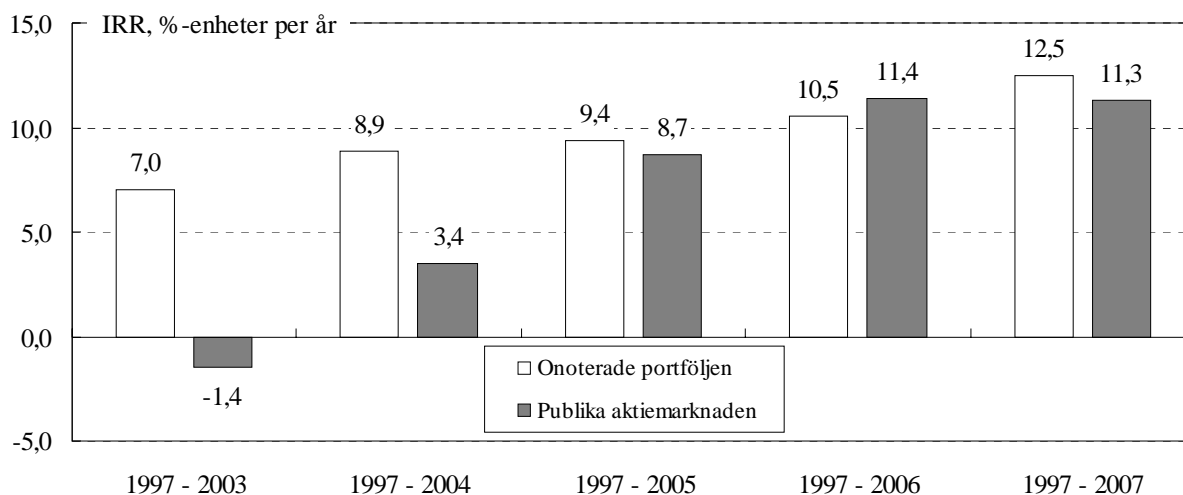
Portfölj (MSEK)	Marknadsvärde	IRR
Indirekt	7 342,1	12,8%
Indirekt orealiserat	7 342,1	14,5%
Indirekt realiserat	-	-23,0%
Direkt	6 502,1	12,2%
Direkt orealiserat	6 502,1	15,6%
Direkt realiserat	-	10,4%
Total portfölj	13 844,3	12,5%
Total portfölj, netto	-	9,8%

Den onoterade portföljen har haft en internränta uppgående till 12,5 % per år sedan den första investeringen i januari 1997 (efter avdrag för externa kostnader uppgår internräntan till 9,8 % per år). Detta utgör en väsentlig förbättring jämfört med 2006 då internräntan före kostnader uppgick till 10,5 % per år sedan den första investeringen.

Ur kapitalägarens perspektiv är det naturligtvis av intresse att belysa resultaten inom fonden ur flera kompletterande perspektiv. Ett särskilt område av stort intresse är den omfattande investeringsverksamheten i onoterade företag som för närvarande utgör betydligt mer än halva fondens marknadsvärde.

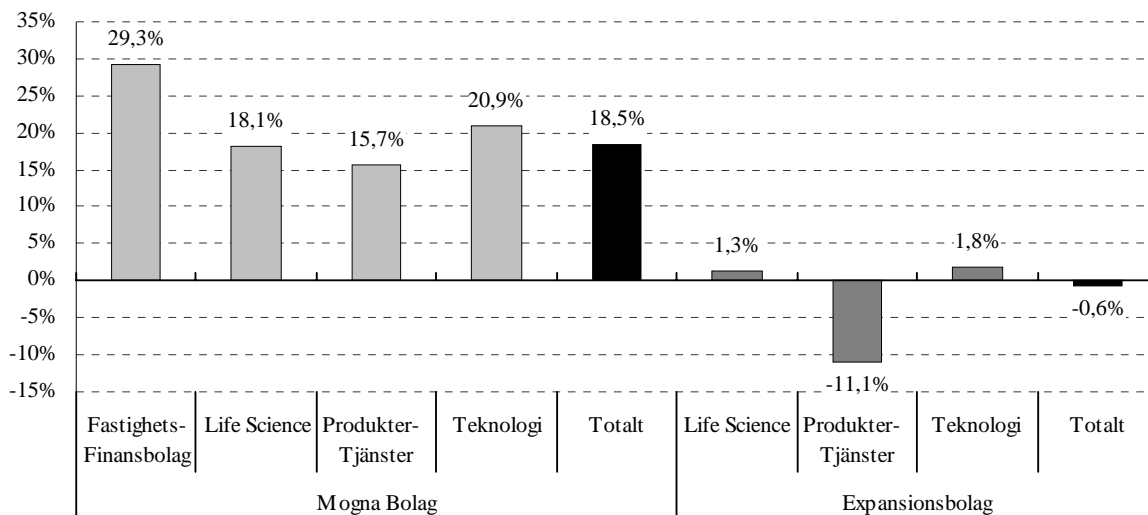
En kapitalägare som gör investeringar i onoterade företag förväntar sig, eller kräver, att avkastningen från dessa på lång sikt ska överstiga avkastningen som investerarna på den publika aktiemarknaden erhåller. Logiken bakom detta är att det är relativt enkelt att delta som investerare på den publika marknaden medan det kräver mer resurser att förvalta en portfölj av onoterade företag. Det är också så att det på lång sikt bör finnas en premie för den ökade likviditetsrisken som kommer genom att onoterade bolag inte går att avyttra med kort varsel utan att priset riskerar att påverkas i negativ riktning.

Mot bakgrund av nyssnämnda redovisas nedan en jämförelse av avkastningen för fondens onoterade innehav och avkastningen för en portfölj av publika svenska aktier representerad av det svenska börsindexet SIXRX (totalavkastningsindex). Jämförelsen görs med hjälp av en beräkning av internräntan (på årsbasis) för den publika marknaden, givet de kapitalflöden som ägt rum i den onoterade portföljen (s.k. *public market equivalent*).



Av diagrammet ovan framgår att investeringarna i den onoterade portföljen givit en internränta på 12,5 % på årsbasis (före avdrag för kostnader). Internräntan för den publika marknaden har varit 11,3 på årsbasis – därmed överträffar portföljen den publika marknaden med 1,2 procentenheter på årsbasis. Om hänsyn tas till kostnaderna för förvaltningen av den onoterade portföljen blir internräntan 9,8 % på årsbasis vilket är lägre än internräntan för den publika marknaden.

Av diagrammet nedan framgår också att avkastningen inom fonden huvudsakligen har kommit från de mognare delarna av portföljen, vilket överensstämmer med utvecklingen för hela private equity-marknaden i Europa. Högst avkastning har så här långt genererats av fastighets-/finansbolag och bolag i teknologisektorn.



Den onoterade portföljen – realiserade resultat

Tabellen nedan sammanfattar resultatet före avdrag för kostnader för de onoterade investeringar som till fullo realiserats vid utgången av 2007. Eftersom alla innehav har realiserats innehåller resultatet till skillnad från den totala onoterade portföljen inte någon osäkerhet (eller försiktighet) avseende prissättning.

Realiserat vid årsskifte	IRR
Realiserat t.o.m. dec-03	7,2%
Realiserat t.o.m. dec-04	6,6%
Realiserat t.o.m. dec-05	11,2%
Realiserat t.o.m. dec-06	11,9%
Realiserat t.o.m. dec-07	8,7%

Resultatet för de fullständigt realiserade investeringarna har förbättras väsentligt under 2005 och 2006. Under 2007 skedde en försämring p.g.a. realisering av såväl direkta som indirekta innehav.

Den onoterade portföljen – fasfördelning

I tabellen nedan redovisas den onoterade portföljens exponering mot olika stadier i investeringscykeln vid utgången av 2007.

Portfölj	Uppstart	Expansion	Moget	Noterat	Totalt
Direkt	2,0%	14,8%	62,8%	20,4%	100,0%
Indirekt	1,6%	47,8%	50,7%	0,0%	100,0%
Total	1,8%	27,7%	58,1%	12,5%	100,0%

Inga större förändringar har skett av den onoterade portföljens fördelning mot olika faser vid utgången av 2007 jämfört med utgången av 2006. En viss förskjutning har

skett från mognadsfasen, vilket bl.a. kan hänföras till den direkta portföljen som innehåller en större andel noterat jämfört med 2006.

Sjunde AP-fonden

Strategiförändringar

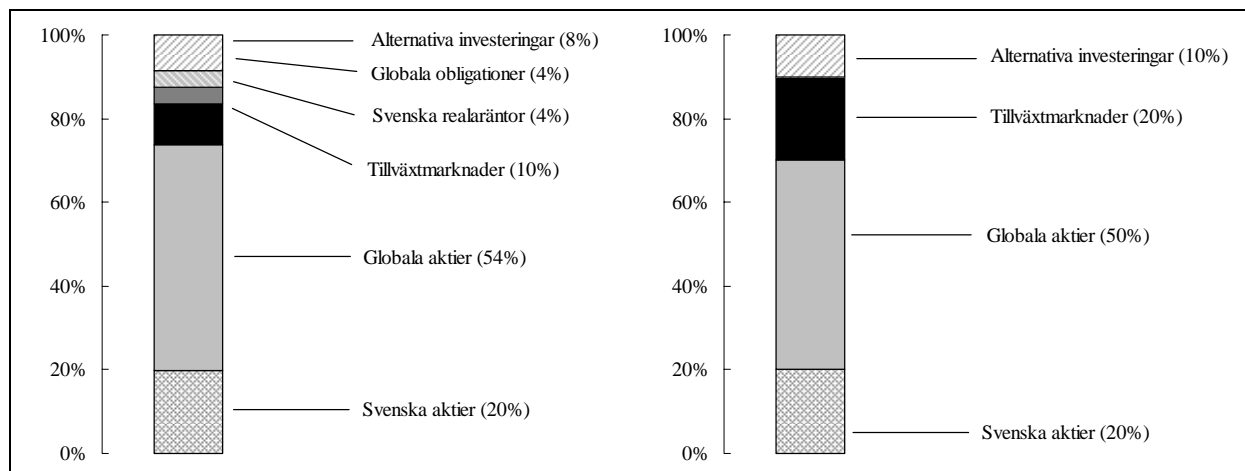
Under det första halvåret 2007 inleddes omstruktureringar av den strategiska tillgångsfördelningen för både Premiesparfonden (PSF) och Premievalsfonden (PVF). Bakgrunden till den strategiska förändringen utgörs av de slutsatser som drogs i föregående års ALM-studie. Syftet med omstruktureringen var att försöka öka fondernas förväntade avkastning.

Det övergripande målet för PSF är att totalavkastningen under löpande femårsperioder minst ska motsvara genomsnittet för samtliga fonder som kan väljas aktivt i premiepensionssystemet, men till lägre risk. Motsvarande mål för PVF är att totalavkastningen under löpande femårsperioder ska vara minst 0,35 % högre än genomsnittet för samtliga fonder som kan väljas aktivt i premiepensionssystemet. För att få upp betarisen i förvaltningen, och därmed skapa en större möjlighet till att uppnå den övergripande målsättningen, genomfördes under året en strategisk omallokering av fondernas kapital till tillväxtmarknadsaktier.

De strategiska förändringarna som genomfördes för PSF innebar att 10 % allokerades till det nya tillgångsslaget tillväxtmarknadsaktier. Samtidigt ökades andelen svenska aktier från 17 % till 20 % medan andelen globala aktier drogs ner från 65 % till 54 %. Inom den räntebärande delen av portföljen minskades den totala andelen svenska realränteobligationer från 10 % till 4 % samtidigt som utländska nominella statsobligationer tillkommit portföljen med en andel på 4 %. Andelen alternativa investeringar (8 %) är oförändrad men inom tillgångsslaget har andelen hedgefonder halverats till 2 % och ersatts med placeringar i onoterade aktier (private equity).

Inom PVF minskades den globala aktieandelen från 68 % till 50 % samtidigt som tillväxtmarknadsaktier infördes som en egen tillgångsklass med en andel på 20 %. Vidare har hela allokeringen till svenska reala räntor (tidigare 4 %) tagits bort från strategin och andelen alternativa investeringar har ökat från 8 % till 10 %.

Strategisk tillgångsfördelning för PSF och PVF



Förvaltningsstruktur och organisation

Antalet externa förvaltare har under året ökat från 11 till 17 stycken. Av de sex nya mandaten är tre rena alfamandat (två inom valuta och ett inom svenska aktier), två indexmandat (inom svenska och europeiska samt amerikanska aktier) och till sist ett traditionellt aktivt mandat (inom japanska aktier).

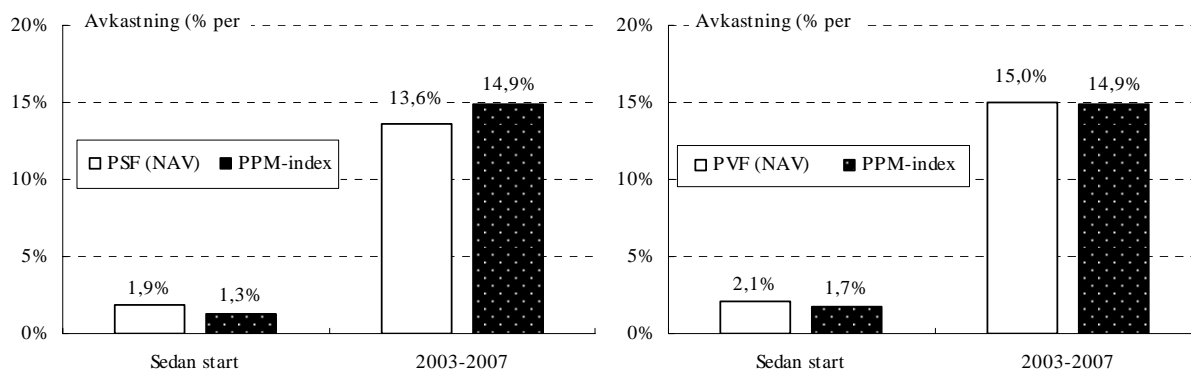
Under året genomfördes allokering till tillväxtmarknadsaktier genom investering i ett antal s.k. ”notes”. Dessa noterade instrument ger exponering gentemot aktieindex på de utvalda marknaderna på ett kostnadseffektivt sätt. Emellertid blir fonderna samtidigt exponerade för kreditrisk. För att hantera kreditrisken ställer fonderna krav på att motparten har en kreditrating som är lägst AA för minst 75 % av innehaven och lägst A+ för övriga.

AP7 har en långtgående målsättning att separera alfa (aktiv risk) och beta (marknadsrisk). En del i detta är att kontinuerligt utvärdera på vilken/vilka marknader aktiv förvaltning kan förväntas ge ett bättre resultat än indexförvaltning. Under 2007 tog AP7 ytterligare beslut om en mer separerad förvaltningsstruktur. Andelen traditionellt aktiv förvaltning minskades i Sverige och Europa till förmån för separerad förvaltning. Samtidigt togs beslut om att exponering mot tillväxtmarknader och nominella obligationer skall ske genom index. Alla förändringarna är emellertid ännu inte helt genomförda.

Förvaltningsresultat

Resultat mot PPM-index

I diagrammet nedan redovisas NAV-avkastningen för PSF och PVF samt motsvarande uppgifter för PPM-index. Avkastningen för fonderna redovisas efter avdrag för kostnader men före tillägg av den rabatt på förvaltningsarvodet som tillförs spararna i PPM.

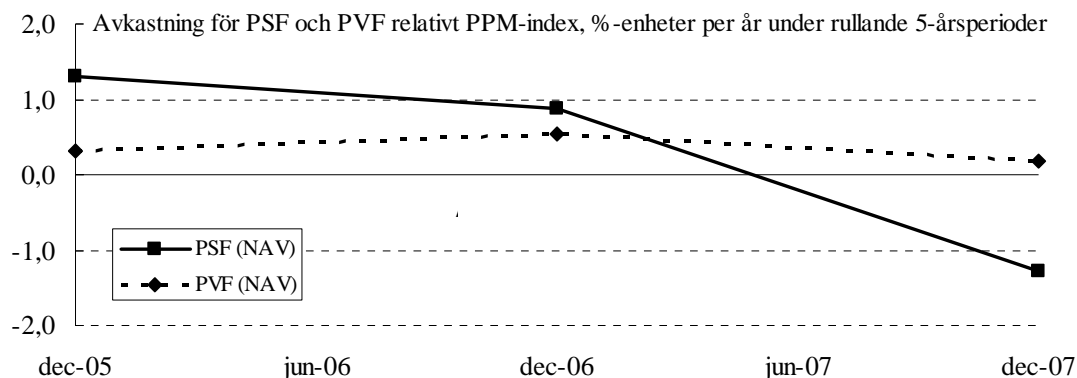


Avkastningen under 2007 uppgick till 7,7 % för PVF (1,9 procentenheter mer än PPM-index), medan PSF under året gav en avkastning på 4,7 % (1,1 procentenheter mindre än PPM-index). För fonderna har tillgångsslagen globala aktier och tillväxtmarknadsaktier stått för det största bidraget till avkastningen medan den svenska aktieportföljen givit ett negativt bidrag.

Den relativt stora skillnaden i resultatet mellan fonderna beror främst på bidraget från allokeringen till tillväxtmarknadsaktier som genomfördes under året. För PVF allokerar

des hela 20 % av kapitalet till tillväxtmarknadsaktier medan PSF allokerade en mindre andel (10 % av kapitalet). Risken i förvaltningen (standardavvikelsen) under 2007 uppgick för PSF till 6,8 % (0,7 procentenheter lägre än risken i PPM-index) och för PVF till 7,9 % (0,4 procentenheter över risken i PPM-index).

I diagrammet nedan redovisas avkastningen för PSF och PVF i relation till PPM-index.



Under den senaste femårsperioden har PSF inte lyckats med att infria avkastningsmålet om att ge en avkastning som minst uppgår till avkastningen för PPM-index. Den årliga avkastning för PSF uppgår till 13,6 %, vilket är 1,3 procentenheter lägre än PPM-index per år. PVFs genomsnittliga avkastning uppgår till 15,0 % per år, vilket är 0,2 procentenheter över PPM-index per år. Fondens överavkastning räcker emellertid inte riktigt ända fram till målsättningen (0,35 procentenheter överavkastning per år). Den främsta förklaringen till att fonderna inte har lyckats uppnå sitt avkastningsmål är den negativa effekten som skillnaden i tillgångsallokering har skapat. Samtidigt har valutakurssäkring- en inom fonderna givit ett positivt bidrag till portföljens resultat under den senaste fem- årsperioden.

Riskenivån i förvaltningen har under den senaste femårsperioden varit lägre än riskenivån i PPM-index både för PSF och för PVF.

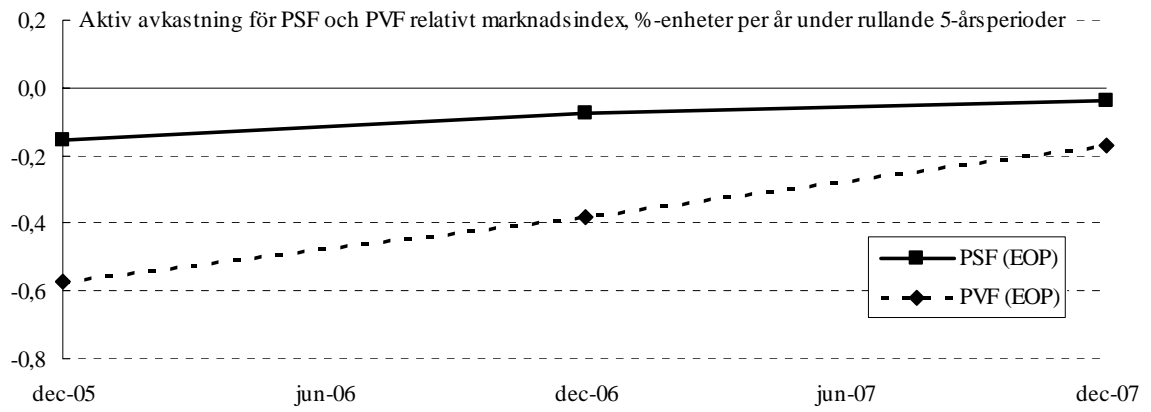
Operativ aktivitet

I tabellen nedan redovisas en sammanfattning av portföljresultaten före avdrag för kostnader. Resultaten i tabellen baserar sig på EOP-avkastningsberäkning⁹.

Avkastning (% per år)	2007	2003 - 2007	Avkastning (% per år)	2007	2003 - 2007
PSF (EOP)	5,1	14,1	PVF (EOP)	8,3	15,7
Marknadsindex	5,4	14,2	Marknadsindex	8,0	15,9
Skillnad mot marknadsindex	-0,2	0,0	Skillnad mot marknadsindex	0,3	-0,2

Avkastningen för PSF uppgår till 14,1 % per år och för PVF till 15,7 % per år under de senaste fem åren. Under 2007 har PVF överträffat marknadsindex med 0,3 procentenheter, medan avkastningen för PSF uppgår till 0,2 procentenheter under index.

⁹ EOP står för "End of Period" och innebär att fondernas tillgångar värderas vid tidpunkt för marknadsstängning (vilket leder till störst enighet med värderingen av tillgångarna i jämförelseindex).



Sett till den senaste femårsperioden har ingen av fonderna lyckats prestera en årlig avkastning över index.