

Regeringens skrivelse

2016/17:130



AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2016

Skr.
2016/17:130

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 24 maj 2017

Stefan Löfven

Per Bolund
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen lämnar regeringen en redovisning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) verksamhet t.o.m. 2016. I redovisningen ingår bl.a. en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar för 2016 och en utvärdering av AP-fondernas verksamhet sedan 2001. Skrivelsen överlämnas årligen till riksdagen senast den 1 juni.

Under 2016 uppgick det samlade resultatet för Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna (buffertfonderna) till 118 miljarder kronor efter kostnader. Det motsvarar en avkastning på 9,7 procent, vilket är högre än den genomsnittliga avkastningen sedan 2001. Det samlade kapitalet i buffertfonderna uppgick till 1 321 miljarder kronor vid utgången av 2016. Utvecklingen på de finansiella marknaderna har stor betydelse för buffertfondernas avkastning. De senaste fem årens goda börsutveckling har gett ett starkt bidrag till resultatutvecklingen.

Buffertfondernas genomsnittliga avkastning sedan nuvarande system infördes 2001 har varit 5,6 procent per år. Det överstiger mer än väl inkomstindex som under samma period ökat med 3,0 procent per år. Buffertfonderna har därmed bidragit positivt till den långsiktiga finansieringen av det allmänna inkomstpensionssystemet, vilket var avsikten när det nuvarande AP-fondssystemet infördes 2001. Inkomstindex ligger till grund för uppräknningen av skulden i inkomstpensionssystemet.

Buffertfondernas redovisade avkastning jämfört med inkomstindex och totalt fondkapital (procent och miljarder kronor)

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2001–2016
Inkomstindex (%)	2,0	2,1	0,5	3,7	4,9	1,9	3,0
Avkastning (%)	9,7	5,5	14,1	13,5	11,6	-1,9	5,6
Avkastning (mdkr)	118	65	147	128	101	-17	829
Totalt fondkapital (mdkr)	1 321	1 230	1 185	1 058	958	873	

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från AP-fonderna)

Inkomstpensionssystemet är i huvudsak ofonderat, vilket innebär att inbetalda pensionsavgifter från dagens yrkesaktiva finansierar utbetalningarna till dagens pensionärer. När pensionsutbetalningarna är större än inbetalningarna tas medel från buffertkapitalet och vid överskott förs medlen till buffertkapitalet. Under 2016 var det underskott i pensionsbetalningarna och därför överfördes sammanlagt 27 miljarder kronor från Första–Fjärde AP-fonderna till inkomstpensionssystemet. Buffertfonderna utgör en begränsad del av tillgångarna i inkomstpensionssystemet, men kan ändå påverka systemet i tider av kraftiga upp- eller nedgångar. Vid 2016 års slut utgjorde kapitalet i buffertfonderna 15 procent av tillgångarna i inkomstpensionssystemet, resterande 85 procent utgjordes av avgiftstillgångar. När det nuvarande pensionssystemet infördes 2001 utgjorde buffertkapitalet 10 procent av tillgångarna i inkomstpensionssystemet.

Första–Fjärde AP-fondernas avkastning överstiger i stort sett fondernas interna mål oavsett period. Det förklaras delvis av den övergripande tillgångsallokeringen med en fortsatt hög andel aktier. Buffertfondernas avkastning är i nivå med ett urval av utländska pensionsfonder med liknande uppdrag och storlek. Första–Fjärde AP-fonderna har anpassat sin övergripande tillgångsförvaltning på ett rimligt sätt inom givna placeringsregler. Den ökade andelen alternativa tillgångar har genererat en god avkastning och kan förväntas bidra till en dämpande effekt på resultatnedgången vid en negativ utveckling på aktiemarknaden. För att stärka Första–Fjärde AP-fondernas förutsättningar att uppnå målet för förvaltningen, att långsiktigt maximera avkastningen, har Finansdepartementet inlett ett arbete med att ta fram förslag till ändrade placeringsregler och moderniserad styrning av hållbarhetsfrågor i förvaltningen. Ambitionen är att de nya placeringsreglerna ska börja tillämpas under 2018.

Sjätte AP-fondens uppdrag skiljer sig från de övriga buffertfonderna genom att fonden är stängd, dvs. saknar betalningsflöden gentemot pensionssystemet. Uppdraget för Sjätte AP-fonden är att investera på riskkapitalmarknaden i onoterade företag. Det strategiskifte som fonden genomfört sedan 2011 (ökade investeringar i mogna bolag) framstår som välgrundat och regeringen ser fortsatt positivt på det konsekventa genomförandet av denna strategi.

De senaste årens ökning av förvaltningskostnaderna för buffertfonderna (Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna) bröts 2016. Kostnaderna uppgick under 2016 till 1 737 miljoner kronor, vilket var ca 100 miljoner kronor eller 6 procent mindre än föregående år. En

förklaring till att kostnaderna minskade 2016 är att en del kapital som tidigare förvaltats externt tagits hem för att förvaltas internt och att en del externa mandat omstrukturerats. 2016 minskade förvaltningskostnaderna som andel av det totala buffertkapitalet från 0,152 till 0,136 procent jämfört med föregående år. En externt genomförd studie visar att Första–Fjärde AP-fonderna är kostnadseffektiva jämfört med ett urval utländska pensionsfonder med liknande uppdrag och storlek. För AP-fonderna, liksom för övrig verksamhet i offentlig regi, är det dock viktigt att ständigt arbeta för en hög kostnadseffektivitet.

Sjunde AP-fonden har sin roll inom premiepensionssystemet. Förvalsalternativets (AP7 Såfa) genomsnittliga avkastning under 2016 uppgick till 15,5 procent, vilket kan jämföras med 8,8 procent för de privata fonderna i premiepensionssystemet. Förvalsalternativets genomsnittliga avkastning sedan 2001 uppgår till 6,5 procent, vilket kan jämföras med 4,2 procent för de privata fonderna i premiepensionssystemet.

1	Inledning	5
2	AP-fonderna och det allmänna pensionssystemet	6
2.1	Inkomstpensionssystemet	7
2.2	Premiepensionssystemet	10
3	Buffertfondernas samlade resultat	13
3.1	Rollen som buffert för hantering av över- och underskott	13
3.2	Rollen som långsiktig finansiär	14
3.3	Avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder	22
3.4	Tillgångsallokering och avkastning per tillgångsslag	23
3.5	Utvecklingen på finansmarknaderna	25
4	Buffertfondernas samlade kostnader	27
4.1	Kostnadsutvecklingen	27
4.2	Kostnadseffektivitet jämfört med utländska pensionsfonder	33
5	Redovisning och utvärdering av respektive AP-fond	36
5.1	Första AP-fonden	36
5.2	Andra AP-fonden	42
5.3	Tredje AP-fonden	48
5.4	Fjärde AP-fonden	54
5.5	Sjätte AP-fonden	61
5.6	Sjunde AP-fonden	68
6	Övriga förvaltningsfrågor	73
6.1	Hållbarhet och ägarstyrning	73
6.2	Översyn av placeringsreglerna	74
6.3	Process för prövning av sidoupdrag för styrelseledamöter	74
6.4	Samarbete mellan AP-fonderna	75
6.5	Sammanfattning från revision	76
Bilaga 1	Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna	78
Bilaga 2	Placeringsbestämmelser för AP-fondernas verksamhet i sammandrag	87
Bilaga 3	Utdrag ur årsredovisning för Första AP-fonden	90
Bilaga 4	Utdrag ur årsredovisning för Andra AP-fonden	111
Bilaga 5	Utdrag ur årsredovisning för Tredje AP-fonden	130
Bilaga 6	Utdrag ur årsredovisning för Fjärde AP-fonden	147
Bilaga 7	Utdrag ur årsredovisning för Sjätte AP-fonden	169
Bilaga 8	Utdrag ur årsredovisning för Sjunde AP-fonden	185
Bilaga 9	Underlag från McKinsey & Company	209
	Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 24 maj 2017	328

Regeringen ska senast den 1 juni varje år överlämna en redovisning av AP-fondernas verksamhet till riksdagen. Som underlag ska AP-fonderna lämna årsredovisning och verksamhetsberättelse. I skrivelsen redovisas och analyseras fondkapitalet per fond och som helhet. Förvaltningen av fondkapitalet utvärderas både av regeringen och av extern expertis.

Den nuvarande ordningen för AP-fonderna har gällt sedan reformeringen av det allmänna pensionssystemet 1999. AP-fonderna regleras i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), förutom Sjätte AP-fonden som regleras i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden.

Innehållsöversikt

Avsnitt 2 innehåller en översiktlig beskrivning av AP-fonderna och det allmänna pensionssystemet. Här redovisas Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas betydelse för inkomstpensionssystemets finansiella ställning och Sjunde AP-fondens roll inom premiepensionssystemet. I avsnitt 3 redovisas buffertfondernas samlade resultat. Här beskrivs hur buffertfonderna sammantaget uppfyllt rollen som buffert för hantering av över- och underskott och rollen som långsiktig finansiär. Avsnittet innehåller även en redovisning av Första–Fjärde AP-fondernas avkastning i jämförelse med ett urval av utländska pensionsfonder samt de fyra fondernas samlade tillgångsallokering. Hur utvecklingen på finansmarknaderna påverkar AP-fondernas resultat beskrivs också. I avsnitt 4 redogörs för buffertfondernas samlade kostnader. Här redovisas både kostnadsutvecklingen de senaste fem åren och Första–Fjärde AP-fondernas kostnadseffektivitet jämfört med utländska pensionsfonder. Avsnitt 5 innehåller en redovisning och utvärdering av respektive AP-fond. Här finns uppgifter om respektive fonds resultat och kostnader samt beskrivningar av fondernas arbete med hållbarhet, risk och kontroll. Avsnitt 6 behandlar övriga förvaltningsfrågor såsom gemensamma hållbarhets- och ägarstyrningsfrågor, översyn av placeringsreglerna, process för prövning av sidouppdrag för styrelseledamöter, samarbete mellan AP-fonderna och en sammanfattning av revisionen.

I *bilaga 1* finns regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna. I *bilaga 2* finns Första–Fjärde AP-fondernas placeringsregler i sammandrag. Båda bilagorna är oförändrade sedan föregående år. Utdrag ur AP-fondernas årsredovisningar finns i *bilagorna 3–8*. Årsredovisningarna finns i sin helhet på respektive fonds webbplats. *Bilaga 9* innehåller en externt genomförd utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2016. Den externa utvärderingen har genomförts av McKinsey & Company och innehåller utöver en grundläggande granskning även en särskild analys av AP-fondernas alternativa investeringar och fondernas kostnader. Den årliga revisionen har utförts av revisorer från PricewaterhouseCoopers AB.

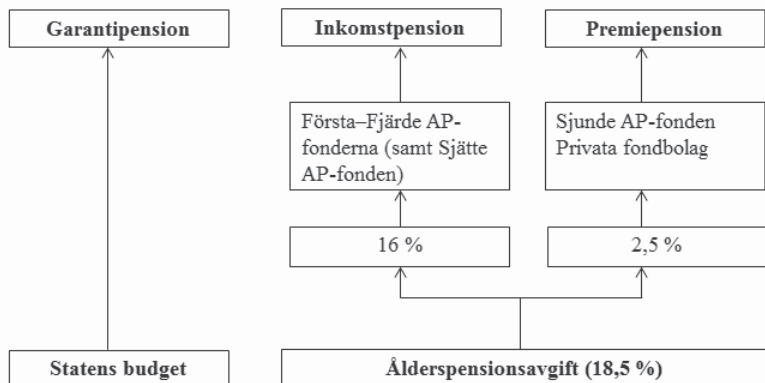
2 AP-fonderna och det allmänna pensionssystemet

Det svenska pensionssystemet består av tre delar: den statliga allmänna pensionen, tjänstepensionssystemet och privat pensionssparande. Tjänstepensionen bygger på överenskommelser mellan arbetsgivare och arbetstagare (ofta i form av kollektivavtal), medan privat pensionssparande är helt frivilligt. Denna skrivelse redogör för AP-fondernas roll och utveckling inom ramen för det allmänna pensionssystemet.

Utformningen av det allmänna pensionssystem har sin bakgrund i den pensionsreform som genomfördes i januari 1999. Pensionsreformen var ett resultat av en bred partiuppställning mellan Socialdemokraterna och de fyra borgerliga partierna¹. Reformen innebar att pensionssystemet gjordes självfinansierande (via avgifter) och att det infördes en funktion så att pensionerna automatiskt anpassas till den ekonomiska tillväxten, den s.k. automatiska balanseringen. Den avgiftsbaserade inkomst- och premiepensionen ersatte tidigare förmånsbestämda ATP och folkpension. För de som tjänat in pension tidigare inrättades övergångsregler (s.k. tilläggspension) och för de som haft låg eller ingen inkomst infördes garantipension. Garantipension är ett grundskydd som finansieras via statsbudgeten.

Inkomstpensionssystemet är i huvudsak ofonderat. Det innebär att inbetalda pensionsavgifter används för att finansiera samma års pensionsutbetalningar. För att hantera skillnaderna mellan de löpande pensionsavgifterna och pensionsutbetalningarna finns ett buffertkapital som förvaltas av Första–Fjärde AP-fonderna. Sjätte AP-fonden är också en buffertfond, men denna fond är stängd. Sjunde AP-fonden har en särskild roll som icke-valsalternativ för premiepensionen, vilken också är en del av det allmänna pensionssystemet.

Figur 2.1 Det allmänna pensionssystemet



¹ Sedan den 26 december 2014 medverkar även Miljöpartiet i pensionsgruppens arbete.

Avgiften till det allmänna pensionssystemet uppgår till 18,5 procent av pensionsgrundande inkomster, varav 16 procent sätts av till inkomstpensionen och resterande 2,5 procent till premiepensionen.² Förutom lön räknas ersättning från social- och arbetslöshetsförsäkringar som inkomster. Även sjuk- och aktivitetsersättning tillgodosätts liksom år med små barn (barnår) och studier.³ De individuella belopp som sätts av kallas pensionsrätt och bokas på ett personligt konto hos Pensionsmyndigheten. På så sätt tillgodosätts varje individ intjänade pensionsrätter över hela livet. Pensionsrätterna för inkomstpensionen räknas årligen upp med en avkastning som beräknas med utgångspunkt från inkomstindex. Inkomstindex speglar den genomsnittliga inkomstutvecklingen i Sverige och denna beror i sin tur på den genomsnittliga inkomstutvecklingen och hur stor del av den arbetsföra befolkningen som arbetar. Uppräkningen av pensionen kan även påverkas av buffertkapitalets värdeutveckling och av demografiska faktorer genom det s.k. balanstalet.

Buffertfonderna och det allmänna pensionssystemet

Buffertkapitalet förvaltas av Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna. De kan därför sägas vara buffertfonder inom inkomstpensionssystemet. När det nuvarande pensionssystemet infördes 2001, fördelades drygt 130 miljarder kronor till vardera av Första–Fjärde AP-fonderna. För dessa fyra fonder etablerades samtidigt ett gemensamt regelverk i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), i vilken även regler avseende Sjunde AP-fonden ingår.

Enligt lagen är fondernas uppdrag att förvalta fondmedlen så att de blir till största möjliga nytta för inkomstpensionssystemet. Förvaltningen ska ta sin utgångspunkt i pensionssystemets åtagande. 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 mål att minimera risken. Av det följer däremot ett krav på god riskspridning. Risk och avkastning ska tolkas i termer av utgående pensioner.

AP-fonderna ska, med förvaltade medel, svara för kostnaderna för sin verksamhet, för revision och för uppföljning av fondförvaltningen. Regeringen utser styrelserna i fonderna och ska årligen utvärdera förvaltningen.

Rollen som förvaltare av allmänna pensionsmedel ställer krav på att fonderna uppbär allmänhetens förtroende. Av det skälet är fonderna ålagda att ta hänsyn till miljö och etik i placeringsverksamheten, utan att göra avkall på det övergripande målet om hög avkastning. Fonderna ska inte ha näringspolitiska eller ekonomisk-politiska mål.

² Det finns en gräns på 7,5 inkomstbasbelopp per år för hur stor del av pensionsgrundande inkomster som tillgodosätts.

³ Fram till 2010 tillgodosätts pensionsgrundade belopp även vid pliktjänst.

Sjätte AP-fonden är också en del av buffertfondssystemet men regleras i en egen lag, lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Fonden är stängd, vilket innebär att den inte har betalningsflöden gentemot pensionssystemet. Fondens uppdrag skiljer sig även från de andra buffertfonderna genom att medlen ska placeras på riskkapitalmarknaden. Sjätte AP-fonden har sitt ursprung i Sjätte fondstyrelsen, vilken inrättades 1996. Namnbytet gjordes i samband med pensionsreformen. Sjätte AP-fonden ingick dock inte i pensionsöverenskommelsen, vilket inneburit att fonden har verkat med väsentligen oförändrade förutsättningar sedan 1996. De tidigare gällande reglerna avseende Sjätte fondstyrelsen överfördes i princip oförändrade till den nu gällande lagen om Sjätte AP-fonden. Fondens medel har i sin helhet genererats från de 10,4 miljarder kronor som tillskötts i samband med att den dåvarande Sjätte fondstyrelsen bildades 1996.

Buffertfondernas två olika roller

Buffertfonderna har två olika roller inom inkomstpensionssystemet. Den ena rollen är att *hantera de över- och underskott* som uppstår när volymen inbetalda pensionsavgifter skiljer sig från utbetalda pensioner. När inbetalningarna till systemet är större än utbetalningarna sparas överskottet i Första–Fjärde AP-fonderna och när utbetalningarna är större än inbetalningarna tas medel från nämnda fonder. Sjätte AP-fonden är också en buffertfond men har inga betalningsflöden gentemot pensionssystemet.

Buffertfondernas andra roll är att *generera avkastning till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering*. Om buffertfonderna har högre avkastning än den genomsnittliga inkomstutvecklingen i Sverige bidrar fonderna positivt till pensionssystemets långsiktiga finansiering vilket minskar risken för att den s.k. automatiska balanseringen ska aktiveras.

Inkomstpensionssystemets finansiella ställning

Inkomstpensionssystemets konstruktion gör att det finns en stark koppling mellan hur systemets tillgångar och skulder utvecklas. Om systemets tillgångar (avgiftstillgången och buffertkapitalet) är större än skulderna, räknas värdet på pensionsrätterna (pensionsskulden) upp med inkomstindex. Pensionsrätterna följer då den genomsnittliga inkomstutvecklingen i Sverige. Om skulderna däremot är större än tillgångarna, aktiveras balanseringen i systemet. Balanseringen innebär att pensionsskulden räknas upp i en långsammare takt, vilket gör att systemets finansiella ställning stärks. Balanseringen beräknas genom att systemets tillgångar divideras med dess skulder. Om balanstalet understiger 1,0000 är balanseringen negativ och pensionsrätterna räknas då upp i en långsammare takt till dess att systemet är i balans. Inkomstpensionssystemets tillgångar och skulder sammanställs i slutet av varje år. I samband med detta fastställs balanstalet. Vid 2016 års slut uppgick tillgångarna i inkomstpensionssystemet till 9 058 miljarder kronor, varav avgiftstillgången stod för 7 737 miljarder kronor och buffertfonderna för 1 321 miljarder kronor. Pensionsskulden uppgick vid samma tillfälle till 8 714 miljarder kronor (tabell 2.1).

Från 2008 till 2014 beräknades buffertfondens värde i balanstalet som medelvärde av fondens marknadsvärde vid utgången av de tre senaste åren. Balanstalet för 2018, som baseras på 2016 års tillgångar och skulder, beräknas till 1,0395 och det dämpade balanstalet till 1,0132. Att balanstalet ökat från föregående fastställda balanstal beror på att avgiftstillgången stigit och att fondvärdet har ökat. Systemets balanstal för 2017 är sedan tidigare fastställt till 1,0201 och det dämpade balanstalet till 1,0067. Om de gamla beräkningsreglerna hade använts, hade balanstalet blivit 1,0357. De nya beräkningsreglerna minskar pensionernas volatilitet genom införandet av ett dämpat balanstal och ett mer aktuellt inkomstindex. Det dämpade balanstalet begränsar balanseringen till en tredjedel, vilket medför mindre svängningar av pensionsbeloppen.⁴ I tabell 2.1 redovisas årets och tidigare års resultat för inkomstpensionssystemet.

Tabell 2.1 Inkomstpensionssystemets tillgångar och skulder (mdkr)

Beräkningsår	2016 ¹	2015 ¹	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Balanseringsår	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Buffertfonden, medelvärde ¹			1 067	963	908	865	810	811	821
Buffertfonden	1 321	1 230	1 185	1 058	958	873	895	827	707
Avgiftstillgång	7 737	7 457	7 380	7 123	6 915	6 828	6 575	6 362	6 477
Summa tillgångar	9 058	8 688	8 565	8 180	7 873	7 700	7 469	7 189	7 184
Pensionsskuld	8 714	8 517	8 141	8 053	7 952	7 543	7 367	7 512	7 428
Över-/underskott	344	171	423	127	-80	157	103	-323	-243
Balanstal²	1,0395	1,0201	1,0375	1,0040	0,9837	1,0198	1,0024	0,9549	0,9826
Dämpat balanstal	1,0132	1,0067							

¹ Tillgångar och skulder beräknade enligt de nya beräkningsreglerna.

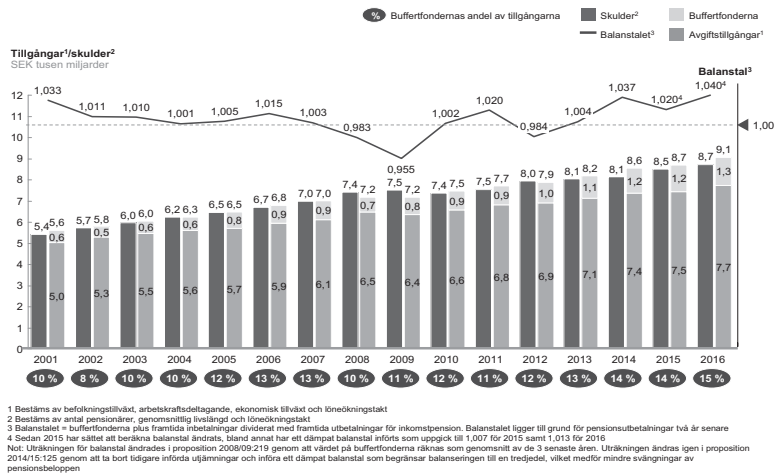
² Från 2008 till 2014 är balanstalet beräknat enligt andra beräkningsregler.

Källa: Pensionsmyndighetens årsredovisning för 2016, s. 121.

Som nämns ovan påverkas inkomstpensionssystemets resultat (balanstalet) av ett stort antal samhällsekonomiska och demografiska faktorer. På kort sikt har sysselsättningens utveckling störst betydelse. Buffertfondernas värdeutveckling har också betydelse, vilket i sin tur är kopplat till utvecklingen på kapitalmarknaderna. På lång sikt har även demografiska faktorer stor betydelse för utvecklingen i balanstalet.

I figur 2.2 illustreras utvecklingen av tillgångar och skulder i inkomstpensionssystemet. Avgiftstillgången utgör merparten av tillgångarna i systemet (85 procent vid 2016 års slut). Längst ner i diagrammet framgår att buffertfondernas andel av tillgångarna i systemet har ökat från 10 procent vid 2001 års slut till 15 procent vid 2016 års slut.

⁴ De nya reglerna för hur inkomstpensionssystemets tillgångar och skulder ska beräknas beskrivs i detalj i prop. 2014/15:125 En jämnare och mer aktuell utveckling av inkomstpensionerna.



Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från Försäkringskassan och Pensionsmyndigheten)

2.2 Premiepensionssystemet

Premiepensionssystemet är fonderat. Inom systemet kan var och en själv välja hur 2,5 procent av den pensionsgrundande inkomsten ska placeras. Det fanns vid slutet av 2016 närmare 840 fonder att välja mellan på Pensionsmyndighetens fondtorg. Eftersom tillgångarna i systemet är fullt fonderade, påverkas behållningarna fullt ut av upp- och nedgångar i fondandelarnas värden.

Premiepension kan antingen tas ut som traditionell försäkring eller som fondförsäkring. Traditionell försäkring innebär att pensionen beräknas som ett livsvarigt garanterat nominellt belopp och om förvaltningen går bra erhålls ett tilläggsbelopp. Den försäkrades fondandelar säljs och Pensionsmyndigheten tar över investeringsansvaret. Fondförsäkring innebär att den försäkrade behåller sitt sparande i de valfria premiepensionsfonderna. I fondförsäkringen räknas pensionsutbetalningarnas storlek årligen om med utgångspunkt från fondandelarnas värde i december. Följande år säljs det antal fondandelar som krävs för att finansiera den beräknade premiepensionen. Om fondandelarnas värde ökar säljs färre andelar och om fondandelarnas värde minskar säljs fler andelar.

Sjunde AP-fondens roll

Sjunde AP-fonden har som uppgift att förvalta premiepensionen åt de individer som inte själva valt förvaltare för sin premiepension. Medel placeras då i systemets förvalsalternativ, AP7 Såfa (Statens årskullsförvaltningsalternativ) där risken förändras med sparnas ålder. Det är även möjligt att välja någon av de fonder som Sjunde AP-fonden förvaltar.

Sjunde AP-fonden regleras, liksom Första–Fjärde AP-fonderna, i lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). Målet för fondens uppdrag är således att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risken i placeringarna. I avsnitt 5.6 beskrivs Sjunde AP-fondens verksamhet och resultat mer utförligt.

Premiepensionssystemets finansiella ställning

Vid utgången av 2016 hade premiepensionssystemet 7,2 miljoner pensions sparare och pensionärer. Det totala marknadsvärdet på premiepensionskapitalet (fondförsäkringen) uppgick vid samma tidpunkt till 960 miljarder kronor. Under 2016 uppgick den sammanlagda värdeutvecklingen för fondförsäkringen till 90 miljarder kronor. Det motsvarar en genomsnittlig tidsviktad avkastning på 10,9 procent. Sedan starten år 2000 är den genomsnittliga årliga avkastningen 4,4 procent, mätt som tidsviktad avkastning.⁵

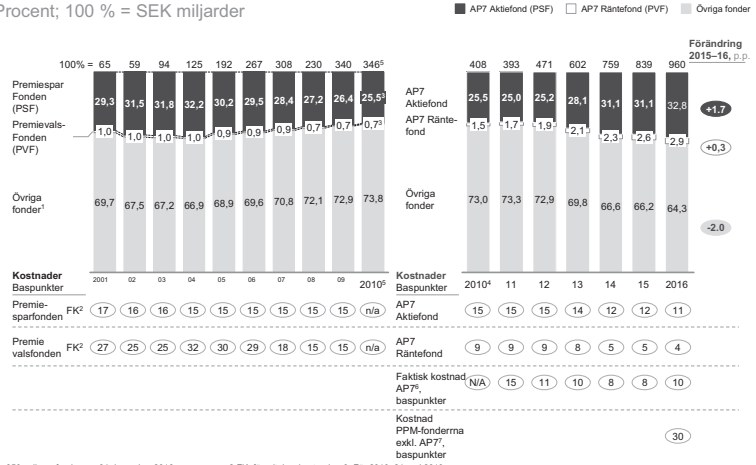
Sjunde AP-fonden är den enskilt största fondförvaltaren i premiepensionssystemet. Vid 2016 års slut förvaltade Sjunde AP-fonden 343 miljarder kronor, varav Såfa utgjorde 272 miljarder kronor. Under 2016 hade den genomsnittliga Såfa-spararen en avkastning på 15,5 procent, vilket kan jämföras med att de privata premiepensionsfonderna i genomsnitt gav en avkastning på 8,8 procent. Risken (mätt som standardavvikelse under den senaste 24 månadersperioden) har för AP7 Såfa varit 15,9 procent jämfört med 10,9 procent för de privata premiepensionsfonderna. Den högre risken i AP7 Såfa beror både på hävstången (se avsnitt 5.6) och på att andelen sparare över 55 år fortfarande är liten (vilket minskar andelen i AP7 Räntefond). I takt med att spararna i premiepensionssystemet blir äldre förväntas andelen i AP7 Räntefond att öka.

Sjunde AP-fonden förvaltade i slutet av 2016 knappt 36 procent av det totala premiepensionskapitalet, se figur 2.3. Av figuren framgår att Sjunde AP-fondens andel av det totala kapitalet har växt från 27 procent 2010 till cirka 36 procent 2016. Ökningen beror dels på inflödet av nya sparare, dels på att utflödet till andra fonder minskat. Ökningen kommer även till viss del av Sjunde AP-fondens högre avkastning.

⁵ Tidsviktad årsavkastning visar årlig avkastning på en krona som satts in i början på perioden. Hänsyn har inte tagits till om kapitalets storlek förändrats under perioden.

Figur 2.3 Utvecklingen av det totala kapitalet i premiepensionssystemet

Andel av det totala kapitalet i premiepensionssystemet per 31 december³
 Procent; 100 % = SEK miljarder



1 ~650 valbara fonder per 31 december 2016, 2 FK: förvaltningskostnader, 3 För 2010: 21 maj 2010
 4 31 december 2010; 5 31 maj 2010; 6 Kapital för aktiefond och råntefond i förhållande till kapital; 7 Kostnad för premiepensionssystemet exkl. AP7, efter rabatter, i förhållande till kapital

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från Sjunde AP-fonden, Försäkringskassan och Pensionsmyndigheten)

En utförlig beskrivning av det allmänna pensionssystemet finns i Pensionsmyndighetens årsredovisning 2016.

Buffertfonderna har två olika roller: att vara buffert för hantering av över- och underskott i inkomstpensionssystemet och att bidra till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. I detta avsnitt utvärderas hur buffertfonderna har uppfyllt de båda rollerna.

3.1 Rollen som buffert för hantering av över- och underskott

Regeringens bedömning: Första–Fjärde AP-fonderna har uppfyllt rollen som buffert genom att hantera löpande avgiftsmedel och utbetalningar för inkomstpensionssystemets räkning. Överskott i systemet har sparats i fonderna medan underskott har tagits från fonderna. Fonderna har haft den betalningsberedskap som behövs.

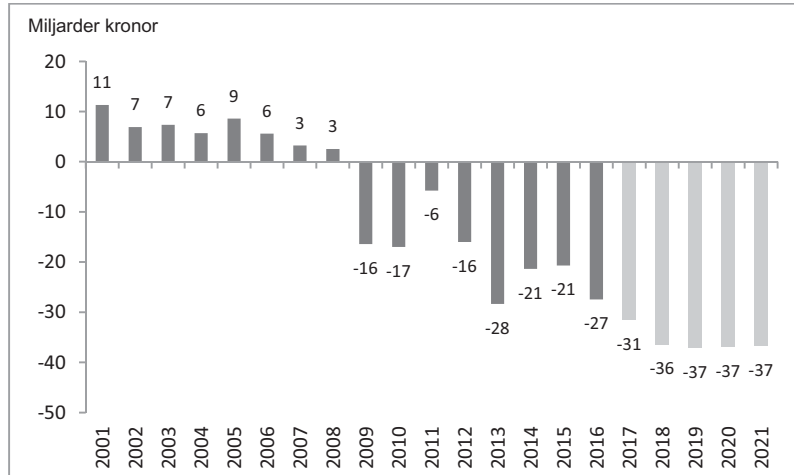
Skälen för regeringens bedömning

Sammanfattning

Inkomstpensionssystemet är i huvudsak ofonderat. Det innebär att inbetalda pensionsavgifter används för att finansiera samma års pensionsutbetalningar. Första–Fjärde AP-fonderna har som uppgift att hantera skillnaden mellan de löpande pensionsavgifterna och pensionsutbetalningarna, medan Sjätte AP-fonden är en sluten fond. Inkomstpensionssystemet har sedan start visat större underskott än överskott och Första–Fjärde AP-fonderna har sedan starten 2001 sammanlagt överfört 102 miljarder kronor till systemet (netto). Första–Fjärde AP-fonderna har uppfyllt rollen att hantera över- och underskott i inkomstpensionssystemet så som avsett.

Nettoflödet mellan pensionssystemet och Första–Fjärde AP-fonderna

Rollen som buffert finns eftersom de löpande inbetalda pensionsavgifterna inte är lika stora som utbetalda pensionsbelopp till dagens pensionärer. När inbetalningarna till systemet är större än utbetalningarna sparas överskottet i Första–Fjärde AP-fonderna. På motsvarande sätt tas medel från nämnda fonder när utbetalningarna är större än inbetalningarna. Sjätte AP-fonden är också en buffertfond men har inga betalningsflöden gentemot pensionssystemet. I figur 3.1 redovisas de årliga nettoflödena mellan inkomstpensionssystemet och AP-fonderna (Första–Fjärde AP-fonderna) efter administrationskostnader.

Figur 3.1 Nettoflödet mellan pensionssystemet och Första–Fjärde AP-fonderna

Källa: Pensionsmyndigheten, februari 2017

Som framgår av figuren var inbetalningarna till pensionssystemet större än utbetalningarna under de första åtta åren (2001–2008) med det nya pensionssystemet. Under denna period tillfördes AP-fonderna sammanlagt 51 miljarder kronor. År 2009 vände betalningsströmmarna och under åren 2009–2016 användes sammanlagt 153 miljarder kronor från AP-fonderna för att finansiera pensionsutbetalningar. För hela perioden 2001–2016 uppgick således nettoutflödet från AP-fonderna till 102 miljarder kronor. Underskotten sedan 2009 beror på att den stora generationen födda på 1940-talet har börjat ta ut pension. Enligt Pensionsmyndighetens prognoser kommer Första–Fjärde AP-fonderna fortsätta att bidra till finansieringen av inkomstpensionerna över överskådlig framtid. I år beräknas överföringen uppgå till 31 miljarder kronor, vilket motsvarar 2 procent av fondvärdet vid årets början. Under åren 2018–2021 beräknas överföringen vara runt 37 miljarder kronor per år. För hela perioden 2017–2021 beräknas överföringen sammanlagt uppgå till 179 miljarder kronor.

3.2 Rollen som långsiktig finansiär

Regeringens bedömning: Buffertfonderna har bidragit positivt till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Under 2016 uppgick deras samlade resultat till 118 miljarder kronor och sedan starten 2001 uppgår det ackumulerade resultatet till 829 miljarder kronor. Vid slutet av 2016 uppgick det samlade buffertkapitalet till 1 321 miljarder kronor. Buffertfondernas andel av inkomstpensionssystemets tillgångar har ökat från 10 till 15 procent från slutet av 2001 till slutet av 2016.

Buffertfondernas avkastning har uppvisat stora variationer över åren. Den genomsnittliga avkastningen efter kostnader överstiger dock mer än väl inkomstindex både under 2016 och sedan 2001. Under

perioden 2001–2016 uppgår buffertfondernas genomsnittliga avkastning efter kostnader till 5,6 procent per år medan inkomstindex, som ligger till grund för uppräknigen av skulden, i genomsnitt ökat med 3,0 procent per år. En stor del av resultatet förklaras av en hög andel aktier i kombination med en stark utveckling på de underliggande aktiemarknaderna. De senaste fem åren står för två tredjedelar av det ackumulerade resultatet sedan 2001.

Första–Fjärde AP-fonderna har fortsatt att sprida riskerna genom att de senaste åren bl.a. öka allokeringen av kapitalet till alternativa tillgångar samtidigt som andelarna aktier och räntebärande tillgångar minskat. De senaste årens låga räntor har varit en av drivkrafterna bakom omallokeringen.

För att stärka Första–Fjärde AP-fondernas förutsättningar att uppnå målet för förvaltningen, att långsiktigt maximera avkastningen, har Finansdepartementet inlett ett arbete med att ta fram förslag till ändrade placeringsregler och moderniserad styrning av hållbarhetsfrågor i förvaltningen.

Skälen för regeringens bedömning

Sammanfattning

Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas samlade resultat under 2016 uppgick till 118 miljarder kronor eller 9,7 procent (efter kostnader). Det ackumulerade resultatet vid 2016 års slut uppgick till 829 miljarder kronor, vilket motsvarar en genomsnittlig avkastning på 5,6 procent per år sedan 2001. Som jämförelse har inkomstindex i genomsnitt stigit med 3,0 procent per år. Den långsiktiga avkastningen ligger därmed betydligt högre än inkomstindex som ligger till grund för uppräknigen av skulden i inkomstpensionssystemet. Buffertfonderna har följaktligen bidragit positivt till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering.

Buffertfondernas arbete med att på olika sätt förbättra portföljdiversifieringen genom kompletterande investeringar och förvaltningsstrategier bedöms bidra till minskade svängningar i buffertkapitalet.

I syfte att stärka Första–Fjärde AP-fondernas möjlighet att uppnå målet för förvaltningen, att långsiktigt maximera avkastningen, har Finansdepartementet inlett ett arbete med att ta fram förslag till ändrade placeringsregler och moderniserad styrning av hållbarhetsfrågor i förvaltningen. Ambitionen är att de nya placeringsreglerna ska börja tillämpas under 2018 (se avsnitt 6.2).

Buffertfondernas lagfästa mål och uppdrag

AP-fondernas uppdrag är att förvalta fondmedlen så att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Förvaltningen ska ta sin utgångspunkt i pensionssystemets åtagande. 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 mål att minimera risken. Av det följer däremot ett krav på god riskspridning. Risk och avkastning ska tolkas i termer av utgående pensioner och nödvändig betalningsberedskap ska upprätthållas.

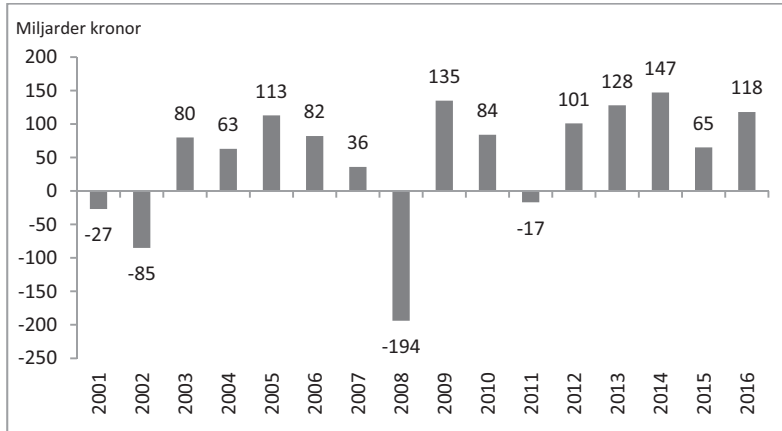
Första–Fjärde AP-fonderna har identiska uppdrag att förvalta diversifierade portföljer bestående av marknadsnoterade aktier och räntebärande instrument, inhemska såväl som utländska. Fonderna har också möjlighet att investera i onoterade fastighetsaktier samt en mindre del i riskkapitalbolag och fonder som i sin tur investerar i onoterade aktier. Övergripande styrs investeringarna av de placeringsregler som riksdagen fastställt i lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), se bilaga 2. Med placeringsreglerna som yttre ram ska styrelsen för respektive AP-fond fastställa mål och riktlinjer för investeringsverksamheten. Vid valet av nivå på risktagandet ska fonderna sträva efter neutralitet mellan olika generationers intressen (prop. 1999/2000:46 s. 79).

De nuvarande placeringsreglerna grundar sig på de regelverk och finansiella modeller som användes i slutet av 1990-talet. Seden dess har både de makroekonomiska och de tekniska förutsättningarna förändrats. För att stärka Första–Fjärde AP-fondernas förutsättningar att uppnå målet för förvaltningen, att långsiktigt maximera avkastningen, har Finansdepartementet inlett ett arbete med att ta fram förslag till ändrade placeringsregler och moderniserad styrning av hållbarhetsfrågor i förvaltningen (se även avsnitt 6.2). Behovet av att se över placeringsreglerna har också lyfts fram i McKinseys utvärderingar av AP-fondernas verksamhet de senaste åren.

Resultatuppföljning

Under 2016 uppgick det samlade resultatet för Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna (buffertfonderna) till 118 miljarder kronor efter kostnader. Sedan det nuvarande pensionssystemet infördes 2001 har buffertfonderna genererat ett ackumulerat resultat (avkastning) på 829 miljarder kronor (efter kostnader). Av det ackumulerade resultatet sedan 2001 står de senaste fem åren för 559 miljarder kronor, eller två tredjedelar. Resultat bygger till stor del på de börsuppgångar som följt efter den stora nedgången 2008, då världens börser föll med ca 40 procent. Expansiv penningpolitik och låga räntor har bidragit till börsuppgången. På samma sätt som de senaste årens starka börsutveckling bidragit till buffertfondernas positiva resultat fick också de kraftiga börsnedgångarna 2001–2002 och 2008 resultatet att falla betydligt. Ett svagare resultat redovisades även för 2011 då bl.a. statsfinansiella problem i Europa bidrog till ökad osäkerhet på finansmarknaderna. Buffertfondernas resultat i miljarder kronor och i procent redovisas i figurerna 3.2 och 3.3.

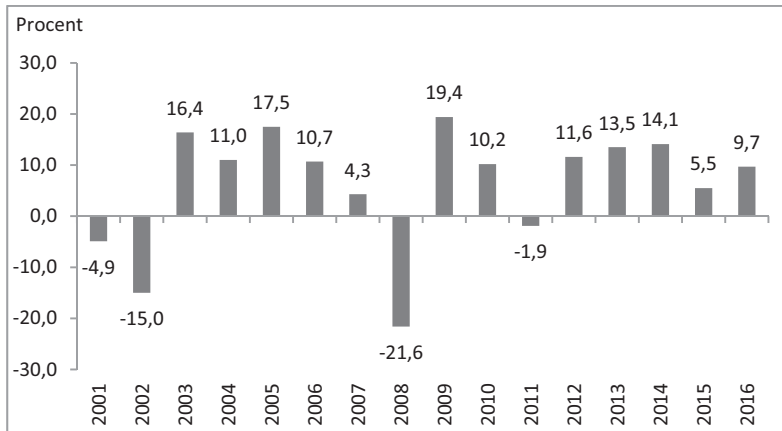
Figur 3.2 Buffertfondernas samlade resultat efter kostnader i miljarder kronor Skr. 2016/17:130



Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från AP1–AP4 och AP6)

I figur 3.3 redovisas buffertfondernas samlade resultat (efter kostnader) uttryckt i procent. För 2016 uppgick resultatet (avkastningen) till 9,7 procent. Detta kan jämföras med att den genomsnittliga årliga avkastningen är 5,6 procent sedan 2001. Det enskilda året med högst avkastning var 2009, då avkastningen uppgick till 19,4 procent. Resultatet speglar bl.a. den uppgång som världens börser uppvisade efter de kraftiga börsfallen i samband med den globala finanskrisens utbrott året innan. Under finanskrisåret 2008 visade buffertfonderna sitt historiskt sämsta resultat, vilket var -21,6 procent.

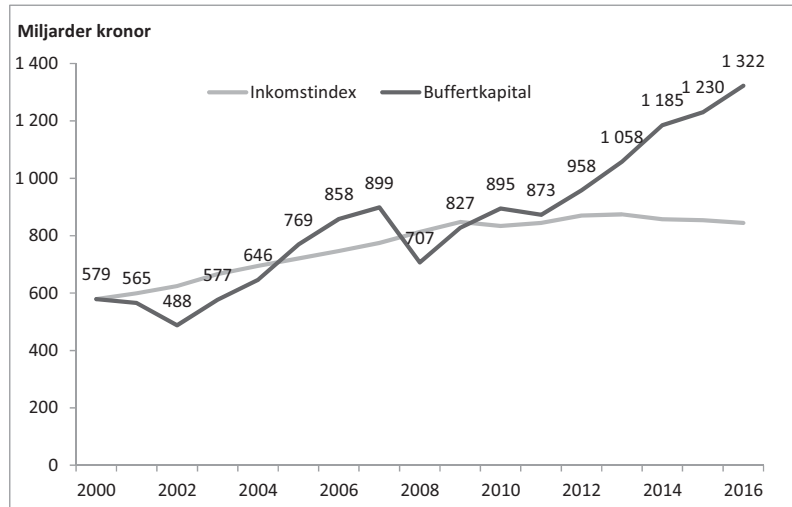
Figur 3.3 Buffertfondernas samlade resultat efter kostnader i procent



Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från AP1–AP4 och AP6)

Vid 2016 års slut uppgick det förvaltade kapitalet i buffertfonderna till 1 322 miljarder kronor, vilket var 92 miljarder kronor mer än vid föregående års slut. Sedan det nuvarande pensionssystemet infördes 2001 har buffertkapitalet ökat med 743 miljarder kronor. Under samma period har buffertfonderna betalat ut 102 miljarder kronor för att täcka underskott i inkomstpensionssystemet. I figur 3.3 redovisas buffertkapitalets utveckling sedan 2001.

Figur 3.4 Buffertfondernas kapital jämfört med om kapitalet hade utvecklats i takt med inkomstindex



Källa: Regeringskansliets egna beräkningar. Simulerade resultat för inkomstindex baseras på antagandet att fondkapitalet växer med en avkastning som motsvarar inkomstindex och årliga nettoflöden.

Vid 2016 års slut utgjorde buffertfondernas andel av tillgångarna i inkomstpensionssystemet 15 procent. Detta är en ökning med fem procentenheter sedan slutet av 2001, då andelen var 10 procent. Den största (och resterande) delen av tillgångarna i inkomstpensionssystemet utgörs av framtida avgiftsinkomster. Dessa avgiftsinkomster har störst betydelse för nivån på framtida pensioner och grundas på den realekonomiska och befolkningsmässiga utvecklingen.

Buffertfondernas resultat jämfört med inkomstindex

Buffertfondernas bidrag till pensionssystemet kan utvärderas utifrån fondernas avkastning i relation till inkomstindex. Inkomstindex ligger till grund för uppräknigen av skulden i inkomstpensionssystemet. För 2016 visar jämförelsen att buffertfondernas resultat på 9,7 procent efter kostnader vida översteg inkomstindex som var 2,0 procent. Sedan 2001 har buffertfondernas genomsnittliga avkastning efter kostnader varit 5,6 procent per år, jämfört med 3,0 procent för inkomstindex.

Jämförelsen kan också göras genom att relatera buffertfondernas faktiska resultat med de simulerade resultat som skulle ha uppkommit om buffertkapitalet i stället hade utvecklats i takt med inkomstindex. Av

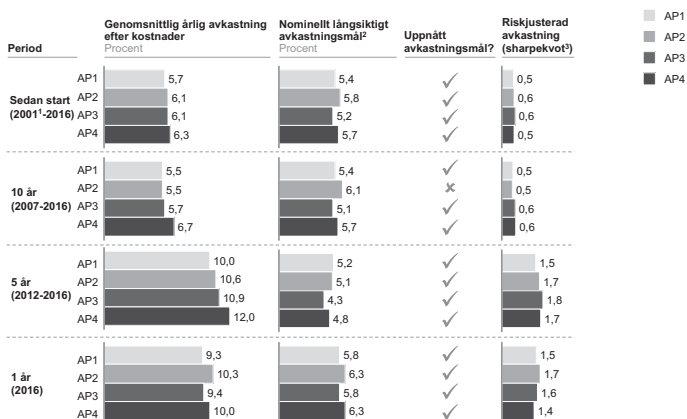
denna analys framgår att det ackumulerade överskottet i buffertfonderna överstiger uppräknningen enligt inkomstindex med 475 miljarder kronor vid 2016 års slut. Analysen visar samtidigt att buffertfondernas resultat varierat betydligt mer än inkomstindex (se figur 3.3). De kraftiga börsfallen 2001–2002 innebar att det ackumulerade resultatet understeg inkomstindex fram till 2004. Åren 2005–2007 var bidraget från buffertfonderna positivt, men i samband med finanskrisens mer akuta skede 2008 vände utvecklingen för att återigen bli lägre än inkomstindex. Från och med 2010 har buffertfondernas kapital varit högre än om det skulle ha utvecklats i takt med inkomstindex (se figur 3.4).

Resultat i jämförelse med fondernas målsättning

Styrelsen i respektive AP-fond (Första–Fjärde) sätter det övergripande avkastningsmålet för fonden. Fondernas mål har skiljt sig åt och har över tiden ändrats utifrån nya marknadsförutsättningar. Från 2015 uttrycker alla fyra fonderna det långsiktiga avkastningsmålet i reala termer; 4,0 procent per år för Första och Tredje AP-fonderna och 4,5 procent per år för Andra och Fjärde AP-fonderna. Varje fond väljer hur dess tillgångar ska allokeras (fördelas) inom ramen för de lagstadgade placeringsbestämmelserna (bilaga 2).

Av utvärderingen som redovisas i figur 3.4 framgår att Första–Fjärde AP-fonderna har uppnått sina långsiktiga avkastningsmål sedan starten 2001 och under den senaste femårsperioden. För den senaste tioårsperioden har samtliga fonder uppnått sina långsiktiga avkastningsmål, förutom Andra AP-fonden. Här är dock viktigt att notera att Andra AP-fonden haft ett högre avkastningsmål än de övriga. Notera också att fondernas avkastningsmål har räknats om till nominella mål i figuren.

Figur 3.5 Första–Fjärde AP-fondernas målsättning och resultat



Not: Riskjusterad avkastning (sharpekvot) kan skilja sig från redovisade värden då olika riskfria räntor har använts i beräkningarna

¹ 1 juli 2001

² AP-fondernas långsiktiga målsättning skiljer sig över tidsperioderna. AP1 har som målsättning att nå en real avkastning på 4,0 % sedan 2015, mellan 2001-14 var målsättningen 5,5 % nominellt. AP2 har som målsättning att nå en real avkastning på 4,5 % sedan 2015, mellan 2001-04 var målsättningen 4 % reallt, 2005-14 5 % reallt. Mellan 2001-2008 omfattade målsättningen den noterade andelen (96 %) av portföljen för AP2. AP3 har som målsättning att nå en real avkastning på 4,0 %. AP4 har som målsättning att nå en real avkastning på 4,5 %.

³ Avser sharpekvoten för totalportföljen. Liknande mönster för AP1-4 kan utläsas i jämförelser av likvidportföljers sharpekvot

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från AP1–AP4)

Högst genomsnittlig årlig avkastning sedan starten 2001 har Fjärde AP-fonden haft (6,3 procent). Detta gäller även den senaste tioårsperioden (6,7 procent) och den senaste femårsperioden (12,0 procent). Lägst avkastning sedan 2001 har Första AP-fonden haft (5,7 procent) liksom för de senaste fem åren (10,0 procent). För den senaste tioårsperioden har Första AP-fonden tillsammans med Tredje AP-fonden haft lägst genomsnittlig årlig avkastning (5,5 procent).

För 2016 var de fyra fondernas avkastning mellan 9,3 och 10,3 procent, vilket var bland de minsta skillnaderna ett enskilt år sedan starten. Andra AP-fonden hade högst avkastning (10,3 procent) medan Första AP-fonden hade lägst (9,3 procent).

Resultat i jämförelse med fondernas risk

Första–Fjärde AP-fonderna har olika tillgångsallokering vilket gör att de bl.a. har olika exponering mot marknadsrisk⁶. Förenklat ökar en fond med hög marknadsrisk mer i värde än en fond med låg marknadsrisk när marknaden stiger samtidigt som fonden med högre marknadsrisk också minskar mer i värde när marknaden faller. För att kunna göra en rättvisande jämförelse med hänsyn till marknadsrisk utvärderas fondernas avkastning med två olika riskmått.

Den riskjusterade avkastningen kan mätas som sharpekvot, vilket är erhållen avkastning utöver riskfri ränta dividerat med volatiliteten i avkastningen. I den högra delen av figur 3.5 framgår att sharpekvoten⁷ varit hög för samtliga fonder både under 2016 och under de senaste fem åren sett ur ett historiskt perspektiv. Detta förklaras till stor del av aktiemarknadens relativt stabila och starka utveckling under senare år jämfört med de perioder som inkluderar stora svängningar under börsfallen 2001–2002 och 2008. Av utvärderingen framgår också att skillnaden i fondernas avkastning är mindre efter riskjustering. Detta visar att risknivån har haft betydelse för resultatet.

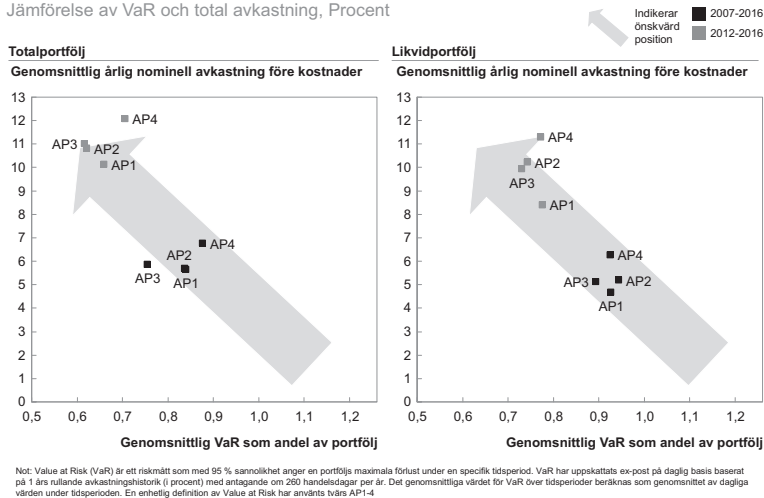
⁶Marknadsrisk är förlustrisken kopplad till ofördelaktig utveckling på de finansiella marknaderna, t.ex. för räntor, aktier och valutor.

⁷Sharpekvoterna kan avvika från fondernas egna redovisade värden då samma definition av riskfri ränta använts för samtliga fonder över hela tidsperioden. Historiskt har fonderna använt olika definitioner av riskfri ränta, men fr.o.m. 2014 använder Första–Fjärde AP-fonderna samma definition för riskfri ränta.

Figur 3.6 Value at Risk för Första–Fjärde AP-fondernas totalportfölj och likvidportfölj

Skr. 2016/17:130

Jämförelse av VaR och total avkastning, Procent



Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från AP1–AP4)

Ett annat riskmått för utvärdering av tillgångsförvaltning är Value-at-Risk (VaR). Detta mått visar den maximala förlust som en portfölj med en viss sannolikhet riskerar under en viss tidsperiod baserad på historiska utfall. I figur 3.6 redovisas Första–Fjärde AP-fondernas VaR för både totalportföljen och likvidportföljen. Eftersom totalportföljen innehåller noterade tillgångar (där marknadsvärden uppskattas med relativt låg frekvens) redovisas även likvidportföljen separerat (likvidportföljen innehåller inte noterade tillgångar). Av figuren framgår att Fjärde AP-fondens högre avkastning i totalportföljen till viss del har skapats genom ett högre VaR. Skillnaden är dock relativt liten mellan fonderna, särskilt för likvidportföljerna. Den huvudsakliga förklaringen till att VaR (liksom för sharpekvoten) är lägre de senaste fem åren är att tioårsperioden inkluderar finanskrisen 2008 då volatiliteten var hög. Även om VaR och volatilitet är etablerade mått bör det samtidigt lyftas fram att det finns en debatt om huruvida måtten är relevanta för en pensionsfond med lång tidshorisont och utan solvenskrav.

3.3 Avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder

Regeringens bedömning: Buffertfondernas avkastning är i nivå med ett urval av utländska pensionsfonder.

Skälen för regeringens bedömning

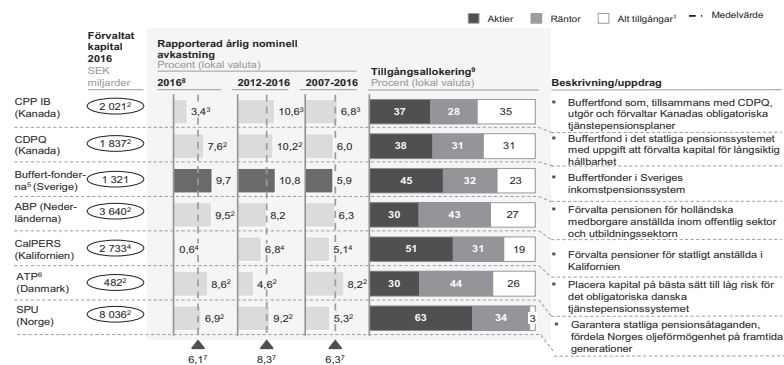
Sammanfattning

McKinseys studie visar att de svenska buffertfonderna har haft en bättre avkastning än utländska pensionsfonder under den senaste femårsperioden (10,8 jämfört med 8,3 procent) och en marginellt sämre avkastning under den senaste tioårsperioden (5,9 jämfört med 6,3 procent). Buffertfondernas tillgångsallokering ligger således i nivå med de utländska pensionsfonderna, även om det finns en viss spridning.

Jämförande studie om avkastning med utländska pensionsfonder

Buffertfonderna kan jämföras med ett antal utländska pensionsfonder som har liknande uppdrag i respektive lands pensionssystem. Skillnader i fondernas uppdrag, placeringsregler, risktolerans, investeringsinriktning, valutaeffekter och marknadsutvecklingen på respektive hemmamarknad gör att jämförelser bör göras med viss försiktighet. Som framgår av figur 3.7 visar McKinseys jämförelse att de svenska buffertfonderna har haft en bättre avkastning än utländska pensionsfonder under den senaste femårsperioden (10,8 jämfört med 8,3 procent) och en marginellt sämre avkastning under den senaste tioårsperioden (5,9 jämfört med 6,3 procent). För 2016 var buffertfondernas avkastning högre än genomsnittet för de jämförda fonderna (9,7 jämfört med 6,1 procent). Denna jämförelse bör dock tolkas särskilt försiktigt på grund av skillnader i räkenskapsår och datatillgänglighet.

Figur 3.7 Buffertfondernas avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder



1 Alternativa tillgångar inkluderar bland annat private equity, fastigheter, infrastruktur, derivat, samt övrigt. 2 Per 31 december 2016; 3 Per 31 mars 2016; 4 Per 30 juni 2016

5 AP1-4 samt 6

6 Redovisat avkastning till Danska Finanstilsyn, inkluderar både investeringsportföljen och hedgeportföljen

7 Genomsnittet inkluderar ej buffertfonderna

8 Avkastningsstelen är från senast tillgängliga årsredovisning eller kvartalsrapport. På grund av olika räkenskapsår avser avkastningsstelen olika tidsperioder

9 Baserat på bästa tillgängliga data kring innehav och/eller exponering från årsredovisningar eller kvartalsrapporter. Estimater beräknats där data för exakt portföljinnehav inte är tillgängligt.

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från årsredovisningar och Oanda)

De utländska pensionsfonderna har viss spridning sinsemellan när det gäller tillgångsslagens andelar av portföljerna. Av figur 3.7 kan konstateras att buffertfondernas andelar ligger inom denna spridning. Här bör också nämnas att buffertfondernas andel alternativa investeringar först på senare år har närmat sig de utländska pensionsfondernas andelar. Buffertfondernas andel aktier ligger ungefär i mitten jämfört med de utländska pensionsfonderna, liksom deras andel i aktier på hemmamarknaden. Första–Fjärde AP-fondernas andel aktier på hemmamarknaden är 10–19 procent, medan motsvarande andel för de utländska pensionsfonderna är 7–26 procent. Liksom för branschen som helhet har buffertfondernas övervikt mot hemmamarknaden minskat de senaste tio åren.

3.4 Tillgångsallokering och avkastning per tillgångsslag

Regeringens bedömning: Första–Fjärde AP-fonderna har anpassat sin övergripande tillgångsförvaltning på ett rimligt sätt inom givna placeringsregler. Den ökade andelen alternativa investeringar har genererat en god avkastning och kan bidra till en dämpande effekt på resultatnedgången vid en negativ utveckling på aktiemarknaden.

Skälen för regeringens bedömning

Sammanfattning

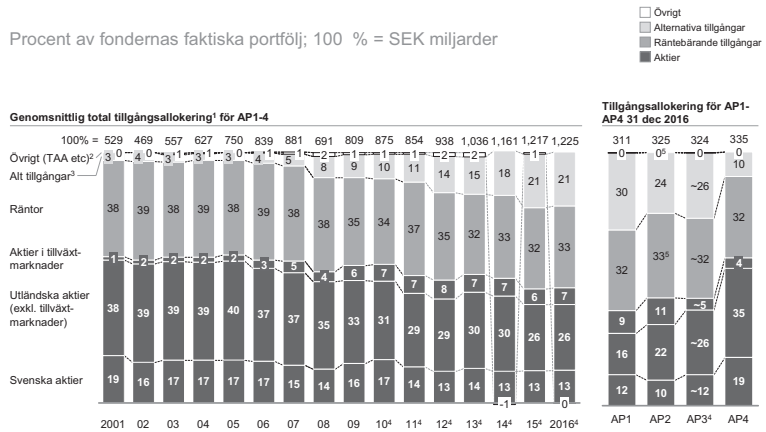
Första–Fjärde AP-fondernas successiva omallokering mot en större andel alternativa tillgångar och motsvarande minskad andel räntebärande tillgångar och aktier har bidragit till en mer diversifierad portfölj. En god avkastning för alternativa investeringar och en relativt begränsad volatilitet ger stöd för att omallokeringen varit välmotiverad. Dessutom innebär det nuvarande lågränteläget att resultatet är mer känsligt än tidigare för en negativ utveckling på aktiemarknaden, då de räntebärande tillgångarna inte kan förväntas agera buffert på samma sätt som i tidigare situationer då aktiemarknaden utvecklas negativt. Det ökade inslaget av alternativa investeringar kan dock förväntas ha en dämpande effekt vid en eventuell svagare utveckling på aktiemarknaden.

Första–Fjärde AP-fondernas samlade tillgångsallokering

Buffertfondernas självständighet gör att de utvecklats sina egna förvaltningsmodeller och att fonderna allokera sina tillgångar olika. Nedan redovisas hur den samlade tillgångsallokeringen för Första–Fjärde AP-fonderna har utvecklats sedan start 2001, då de nuvarande placeringsreglerna trädde i kraft (se *bilaga 2*). Som framgår av figur 3.8 var andelarna relativt stabila fram till 2007, då ett skifte påbörjades för att öka andelen alternativa investeringar samtidigt som andelen aktier och räntor minskades. Ungefär vid samma tidpunkt påbörjades ett mindre skifte som innebar att andel aktier i tillväxtmarknader ökade, delvis på bekostnad av en något lägre andel svenska aktier. Andelen svenska aktier

är dock större än dess vikt på den globala aktiemarknaden (s.k. home bias).

Figur 3.8 Tillgångsallokering Första–Fjärde AP-fonderna⁸



¹ Årlig genomsnittlig tillgångsallokering

² Övertillgångar, TAA, etc.

³ Alternativa tillgångar omfattar fastigheter, private equity, hedgefonder, konvertibler, jordbruk, infrastruktur mm.

⁴ Tillgångsallokeringen för AP3 2010-16 är indikativ då en exakt konvertering av riskklasser till tillgångsklasser ej kan göras

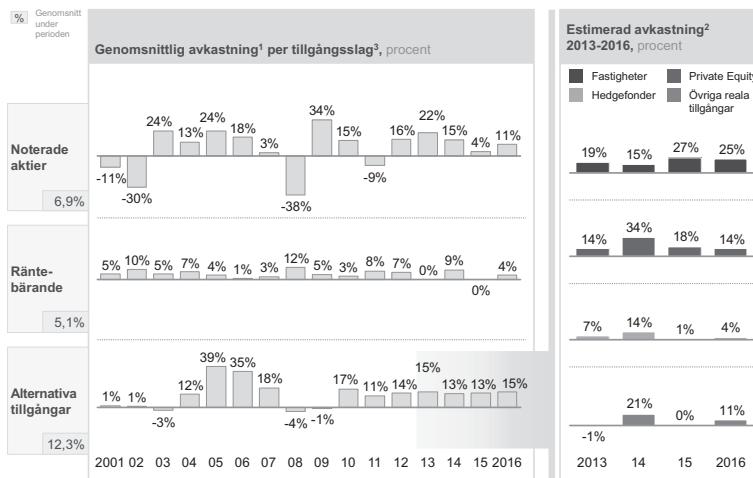
⁵ Tillgångsklassen "Övrigt" inkluderar ränteterminer motsvarande 1,7 % av totala tillgångar under 2016. Enligt AP2:s definition inkluderades dessa i tillgångsklassen "Räntor"

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från AP1–AP4)

Första–Fjärde AP-fondernas avkastning per tillgångsslag

Den historiska och förväntade avkastningen och risken varierar för de olika tillgångsslagen. Högst genomsnittlig avkastning visar alternativa tillgångar som i genomsnitt haft en avkastning på 12,3 procent per år. Samtidigt har risken i termer av volatilitet varit mindre för alternativa tillgångar jämfört med aktier. Detta beror delvis på att tillgångsslaget värderas mer sällan än aktier, men även på att riskspridningen inom tillgångsslaget är stort (från infrastruktur till private equity). Den genomsnittliga avkastningen från fondernas aktieinnehav har varit 6,9 procent per år, medan räntebärande tillgångar i genomsnitt har haft en årlig avkastning på 5,1 procent per år. Risken i termer av volatilitet har varit betydligt högre för aktier än för räntebärande tillgångar. Under åren 2002, 2008 och 2011 var avkastningen för aktier negativ, medan räntebärande tillgångar visat en lägre men stabilare avkastning över tiden (figur 3.9).

⁸ Figuren beskriver fondernas genomsnittliga allokering under året, medan allokeringen per fond i avsnitt 5 avser andelar och belopp vid slutet av varje år.



1 Genomsnittlig avkastning för Första till Fjärde AP-fonderna per tillgångsslag
 2 Estimerad avkastning 2013-2016 efter netto externa förvaltningskostnader för noterade tillgångar, men före alla övriga redovisade kostnader, ej justerat valutaeffekter
 3 AP1, AP2 samt AP4

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata årsredovisningar och AP1-AP4)

Faktaruta Alternativa investeringar

Det finns ingen gemensam definition för alternativa investeringar utan det anses ofta vara tillgångar av mer illikvid karaktär där investeringshorisonten är lång och investeringsprocessen mer komplex. Exempel på alternativa investeringar är fastigheter, jordbruk, skog, infrastruktur, private equity och hedgefonder.

Syftet med att investera i alternativa investeringar är att skapa en högre riskjusterad avkastning eftersom tillgångarna har låg korrelation med tillgångar som aktier och räntor.

3.5 Utvecklingen på finansmarknaderna

Sammanfattning: AP-fondernas resultat och värdeutveckling är starkt beroende av utvecklingen på finansmarknaderna. Breda börsuppgångar sedan finanskrisen 2008 och fallande räntor sedan början av 2000-talet har bidragit till AP-fondernas resultat.

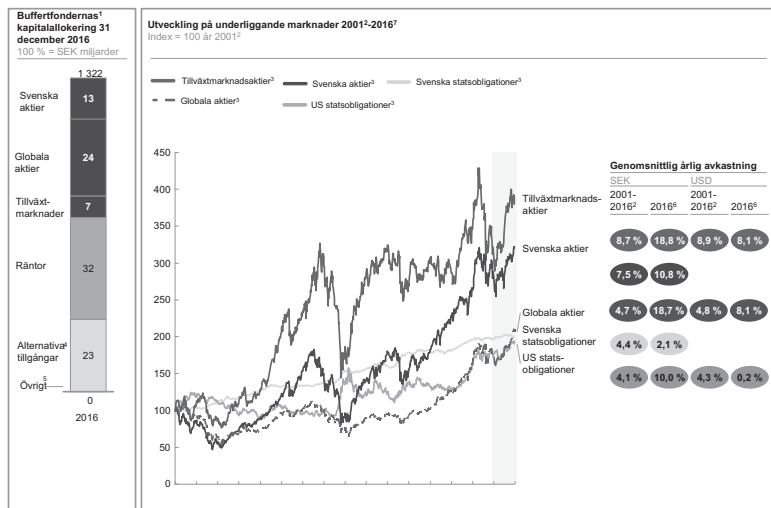
Som beskrivs ovan är AP-fondernas resultat och värdeutveckling starkt beroende av utvecklingen på finansmarknaderna. Knappt hälften av kapitalet i Första–Fjärde AP-fonderna utgörs av aktier. Detta gör att utvecklingen på världens aktiemarknader har stor betydelse för fondernas resultat. Detsamma gäller för Sjunde AP-fonden där förvalsalternativet Såfa (inom premiepensionssystemet) har en hög exponering mot aktier. Sedan de kraftiga börsnedgångarna i samband med finanskrisen 2008 har merparten av världens aktiebörser stigit varje år, med undantag för 2011

då bl.a. stigande statsskulder i Europa bidrog till ökad osäkerhet på finansmarknaderna.

Sedan början av 2000-talet har fallande räntor varit den huvudsakliga trenden. De fallande marknadsräntorna har haft en positiv inverkan på AP-fondernas resultat. De mer direkta effekterna påverkar den tredjedel av kapitalet i Första–Fjärde AP-fonderna som utgörs av räntebärande tillgångar. När marknadsräntan faller stiger värdet av obligationsinnehaven samtidigt som framtida avkastning från nya räntebärande tillgångar minskar. De lägre räntorna har även haft en positiv inverkan för värderingen av aktiebörserna, liksom för värderingen av alternativa tillgångar.

Drygt en femtedel av kapitalet i Första–Fjärde AP-fonderna utgörs av alternativa investeringar (fastigheter, infrastruktur och hedgefonder m.m.). Resultatet från dessa tillgångar påverkas inte lika mycket av marknadsvängningar som för aktier och räntor. För Sjätte AP-fonden blir detta särskilt tydligt eftersom fondens uppdrag är avgränsat till att investera i onoterade tillgångar. Utvecklingen på finansmarknaderna har dock stor betydelse för den långsiktiga resultatutvecklingen även för dessa tillgångsslag. I figur 3.10 redovisas buffertfondernas allokering och utveckling på de underliggande marknaderna.

Figur 3.10 Buffertfondernas allokering och utveckling på de underliggande marknaderna



¹ AP 1-4 och AP6; ² 1 jan 2001 till 28 dec 2015; ³ Aktier Stockholmsbörsen (SIX RX) i SEK; globala aktier (MSCI World) i SEK; obligationsindex Sverige (Svenska Statsobligationer 5 år) i SEK; utländskt obligationsindex (US 5 year Government bonds) i SEK; aktier i tillväxtmarknader (MSCI Emerging Markets) i SEK; ⁴ inkluderar AP5
⁵ Överflymmande, TAA, etc.; ⁶ 3 januari 2014 till 2 januari 2015; ⁷ Total indexutveckling inklusive utdelning

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från Datastream)

4.1 Kostnadsutvecklingen

Regeringens bedömning: Buffertfondernas kostnadsökningar under åren 2012–2015 har främst drivits av att fondkapitalet ökat och att andelen alternativa tillgångar stigit. De externa förvaltningskostnaderna grundas till stor del av det förvaltade kapitalets storlek och av att alternativa tillgångar kostar mer att förvalta än de tillgångsslag (aktier och räntor) som minskats. Analysen visar samtidigt att omallokeringen bidragit till högre nettoavkastning och lägre risk genom ökad diversifiering. Det är nettoavkastningen som bidrar till buffertfondernas långsiktiga finansiering av inkomstpensionssystemet. En svagare kronkurs har också bidragit till att fondernas kostnader uttryckt i kronor ökat under nämnda period.

Det senaste året bröts trenden av årliga kostnadsökningar. Under 2016 minskade buffertfondernas kostnader både i absoluta tal och som andel av fondkapitalet (från 0,152 till 0,136 procent). De lägre kostnaderna förklaras främst av strategiska val om att internalisera en större andel av förvaltningen och beslut om att omstrukturera externa mandat.

För AP-fonderna, liksom övrig verksamhet i offentlig regi, är det viktigt att ständigt arbeta för en hög kostnadseffektivitet. Detta bidrar både till nettoavkastningen och till allmänhetens förtroende för det allmänna pensionssystemet.

Skälen för regeringens bedömning

Sammanfattning

Efter fyra år med genomsnittliga kostnadsökningar på 10 procent minskade buffertfondernas kostnader med 5,6 procent 2016. Kostnadsökningarna under 2012–2015 förklaras främst av att det ökade fondkapitalet medfört högre externa förvaltningskostnader och att tillgångar med lägre förvaltningskostnad (aktier och räntor) till viss del ersatts med alternativa tillgångar som har en högre förvaltningskostnad. Kronans försvagning i förhållande till dollarn och euron har också bidragit till ökade kostnader under perioden, eftersom fonderna har en betydande del av kostnaderna i dessa valutor.

År 2016 minskade de interna rörelsekostnaderna och de externa förvaltningskostnaderna med sammanlagt 103 miljoner kronor jämfört med föregående år. Kostnadsminskningen förklaras bl.a. av internalisering av förvaltad kapital och av omstrukturering av mandat.

Det är buffertfondernas nettoavkastning som påverkar deras bidrag till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Den omallokering som gjorts de senaste åren har haft ett positivt bidrag till buffertfondernas nettoavkastning och bidragit till lägre risk genom ökad diversifiering. AP-fonderna bör dock liksom övrig verksamhet i offentlig regi ständigt arbeta för hög kostnadseffektivitet. Detta är viktigt både för fondernas nettobidrag till inkomstpensionssystemet och för att upprätthålla ett högt förtroende hos allmänheten.

Regeringen anser att AP-fonderna gemensamt bör arbeta för att öka transparensen kring vinstdelning i redovisningen. Detta är inte minst viktigt eftersom andelen kapital med denna avtalskonstruktion ökat på senare år.

Kostnadssammanställning

Kostnaderna för buffertfondernas verksamhet tas från de medel fonderna förvaltar.⁹ Kostnaderna delas in i interna och externa kostnader, vilka enligt reglerna redovisas på olika sätt i årsredovisningen. De interna förvaltningskostnaderna redovisas som rörelsens kostnader i resultaträkningen medan de externa förvaltningskostnaderna tas upp som en negativ post under rörelsens intäkter. I tabell 4.1 redovisas den sammantagna kostnadsutvecklingen för buffertfonderna de senaste fem åren.

Tabell 4.1 Buffertfondernas interna och externa förvaltningskostnader

<i>Miljoner kronor</i>	2012	2013	2014	2015	2016
Interna förvaltningskostnader	824	798	843	892	877
Externa förvaltningskostnader ¹	527	703	850	948	860
Summa	1 351	1 501	1 693	1 840	1 737
Förändring jmf föregående år, mkr	105	150	192	147	-103
Förändring jmf föregående år, procent	8,4	11,1	12,8	8,7	-5,6
Kostnadsandel av buffertkapital, procent	0,148	0,149	0,151	0,152	0,136
Buffertkapital i genomsnitt, mdkr ²	915	1 008	1 121	1 207	1 275

Källa: AP-fondernas årsredovisningar

¹ Exklusive prestationsbaserade arvoden

² Genomsnittligt fondkapital under året (ingående fondkapital + utgående fondkapital)/2

Under 2016 uppgick buffertfondernas interna och externa förvaltningskostnader till sammanlagt 1 737 miljoner kronor. I förhållande till föregående år är detta en minskning med 103 miljoner kronor eller 5,6 procent. Minskningen kommer efter det att buffertfondernas kostnader ökat med i genomsnitt 10 procent per år de senaste fyra åren. En viktig förklaring till varför kostnaderna ökade under perioden 2012–2015 är att fondkapitalet ökat och att de externa förvaltningskostnaderna grundas på det förvaltande kapitalets storlek. En annan förklaring är att andelen alternativa tillgångar ökat och att detta tillgångsslag medför högre förvaltningskostnader än aktier och räntor. Kronförsvagningen mot dollarn och euron har också bidragit till högre kostnader, eftersom fonderna har betydande kostnader i dessa valutor.

Under 2016 uppgick kostnadernas andel av buffertkapitalet till 0,136 procent, vilket är 0,016 procentenheter lägre än 2015 då andelen

⁹ Kostnader för revision och externa utvärderingen täcks också av fondmedlen (2 kap. 3 § lagen om allmänna pensionsfonder [AP-fonder]).

var 0,152 procent.¹⁰ De lägre kostnaderna har flera förklaringar, bl.a. Andra AP-fondens strategiska val att internalisera en del av förvaltningen och första AP-fondens omstrukturering av vissa mandat (framför allt hedgefonder och tillväxtmarknader). Under fasen då kapital internaliseras ökar rörelse- och depåkostnader utan att motsvarande minskning av de externa förvaltningskostnaderna uppkommer, vilket var fallet för Andra AP-fonden under perioden 2012–2015.

Av kapitalet i Första–Fjärde AP-fonderna förvaltades 75 procent internt vid 2016 års slut, jämfört med 70 procent vid 2012 års slut. I en internationell jämförelse är andelen internt förvaltad kapital hög hos Första–Fjärde AP-fonderna. En hög andel intern förvaltning ökar kostnadseffektiviteten.

Interna förvaltningskostnader

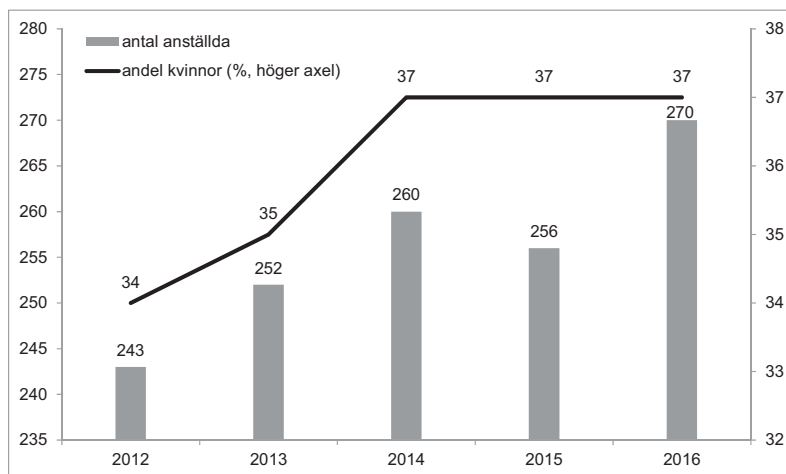
De interna förvaltningskostnaderna avser främst personal, informations- och datasystem, köpta tjänster och lokaler. I tabell 4.2 redovisas hur kostnaderna har fördelats på dessa poster. Efter personalkostnader är informations- och datatjänster den största kostnadsposten. Priset på dessa tjänster sätts vanligtvis i dollar och den starka dollarkursen har bidragit till att kostnaderna varit högre de senaste två åren.

Tabell 4.2 Buffertfondernas interna förvaltningskostnader

<i>Miljoner kronor</i>	2012	2013	2014	2015	2016
Personalkostnader	509	509	547	545	555
Informations- och datatjänster	140	141	146	176	175
Köpta tjänster	83	53	58	79	57
Lokalkostnader	42	45	43	43	46
Övrigt	50	49	48	49	43
Summa interna förvaltningskostnader	824	797	843	892	877

Personalkostnaderna påverkas av antalet anställda och lönenivåerna. Antalet anställda påverkas i sin tur av fondernas strategival, bl.a. när det gäller hur mycket av kapitalet som förvaltats internt. Sedan 2012 har Första–Fjärde AP-fonderna ökat andelen intern förvaltning samtidigt som det förvaltade kapitalet vuxit. I diagram 4.1 framgår antalet anställda och andelen kvinnor i buffertfonderna vid årets slut.

¹⁰ Enligt de redovisningsregler och den praxis för kostnadsredovisning som tillämpas i AP-fondernas årsredovisningar. En sammanställning av Första–Fjärde AP-fondernas kostnadsutveckling brutto redovisas i figur 4.2 samt i bilaga 9 avsnitt 12.

Figur 4.1 Antal anställda¹¹ i buffertfonderna och andelen kvinnor

Källa: AP-fondernas årsredovisningar (AP1–AP4 och AP6)

Vid 2016 års slut var 270 personer anställda vid buffertfonderna, vilket är en ökning med 24 personer jämfört med föregående årsskifte. Andelen kvinnor vid buffertfonderna har ökat från 34 procent 2012 till 37 procent 2015 och 2016.

Tre av buffertfonderna använder rörliga ersättningsprogram för medarbetare. Som framgår av tabell 4.3 har summan av de rörliga ersättningarna varit på en liknande nivå de senaste åren.

Tabell 4.3 Rörliga ersättningar för medarbetare vid buffertfonderna

	2012	2013	2014	2015	2016
Första AP-fonden	0	0	0	0	0
Andra AP-fonden	1,7	4,5	5,3	4,8	5,4
Tredje AP-fonden	4,7	4,2	4,4	3,9	4,5
Fjärde AP-fonden	3,5	4,7	4,8	4,3	2,7
Sjätte AP-fonden	0	0	0	0	0
Summa	9,9	13,4	14,5	13,0	12,6

Källa: AP-fondernas årsredovisningar (AP1–AP4 och AP6)

I samband med den årliga bokslutsrevisionen genomförs en granskning av att regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna följs. Av riktlinjerna framgår att den totala ersättningen till ledande befattningshavare ska vara rimlig och väl avvägd. Den ska även vara konkurrenskraftig, takbestämd och ändamålsenlig, samt bidra till en god etik och organisationskultur (riktlinjerna finns i sin helhet i *bilaga 1*). Revisorernas granskning har inte visat några andra avvikelser från riktlinjerna än de som fanns föregående år. Avvikelseerna avser längre uppsägningstid än vad

¹¹ Vid årets slut. Inklusivt Första AP-fondens två projektanställda åren 2013 och 2016.

riktlinjerna anger och beskrivs i årsredovisningarna för Första och Andra AP-fonderna. Samtliga AP-fonder har ett ersättningsutskott eller en kommitté som bereder löneramen för samtliga medarbetare, ersättningar till ledande befattningshavare samt förhandlar lön och övriga villkor med verkställande direktör. Hela styrelsen fattar beslut i ersättningsfrågor efter beredning av ersättningsutskottet eller kommittén.

Externa förvaltningskostnader (exklusive prestationsbaserade arvoden)

De externa förvaltningskostnaderna betalas till externa parter som förvaltar kapital på uppdrag av fonderna. Fonderna betalar vanligtvis en procentuell avgift av det förvaltade kapitalet. De externa förvaltningskostnaderna bestäms därmed främst av storleken på det externt förvaltade kapitalet, men även av hur kapitalet förvaltas. Passiv förvaltning har i allmänhet en lägre kostnad än aktiv förvaltning och på motsvarande sätt påverkar förvaltningens inriktning kostnaderna. Onoterade tillgångar kostar i regel mer att förvalta än noterade aktier men har historiskt genererat en högre avkastning. En mindre andel av de externa förvaltningskostnaderna avser kostnader för depåbank och säkerhetsadministration (kollateral), vilka är beroende av kapitalets volym och omfattningen av transaktioner.

Av tabell 4.4 framgår att de externa förvaltningskostnaderna ökade relativt kraftigt under åren 2012–2015. De två huvudsakliga anledningarna till detta är att volymen externt förvaltad kapital ökat och att alternativa investeringar ökat. Förvaltningskostnaderna är högre för alternativa investeringar men tillgångsslaget har samtidigt levererat en högre avkastning. Under 2016 minskade de externa förvaltningskostnaderna trots att det förvaltade kapitalet ökade. De lägre kostnaderna beror som nämnts ovan på aktivt strategiskt arbete med att öka andelen internt förvaltad kapital och omstrukturering av mandat.

Tabell 4.4 Buffertfondernas externa förvaltningskostnader

	2012	2013	2014	2015	2016
Externa förvaltningskostnader mkr ¹	527	703	850	949	860
Förändring jmf föregående år, procent	10,3	33,4	20,9	11,6	-9,4
Buffertkapital i genomsnitt, mdkr ²	915	1 008	1 121	1 207	1 276

Källa: AP-fondernas årsredovisningar

¹ Exklusive prestationsbaserade arvoden

² Genomsnittligt fondkapital under året (ingående fondkapital + utgående fondkapital)/2

Prestationsbaserade arvoden för extern förvaltning

Posten externa förvaltningskostnader innefattar enligt AP-fondernas redovisningsprinciper inte prestationsbaserade arvoden eller förvaltararvoden för onoterade tillgångar där arvoden återbetalas.

Prestationsbaserade arvoden betalas ut till externa förvaltare när en överenskommen avkastning överträffas. Avkastning över mål ökar nettoavkastningen men genererar för denna typ av arvodesavtal samtidigt en kostnad i form av ett prestationsbaserat arvode. I AP-fondernas resultaträkning redovisas erlagda prestationsbaserade arvoden som en avgående post under nettoresultatet för aktuellt tillgångsslag. I tabell 4.4

framgår prestationsbaserade arvoden för noterade tillgångsslag de senaste tre åren.

Tabell 4.5 Prestationsbaserade arvoden för extern förvaltning

	2014	2015	2016
Första AP-fonden	34	34	37
Andra AP-fonden	88	144	139
Tredje AP-fonden	103	113	183
Fjärde AP-fonden	64	55	13
Sjätte AP-fonden	0	0	0
Summa	289	346	372

Källa: AP-fondernas årsredovisningar

För onoterade tillgångsslag är en annan avtalskonstruktion vanligare, vilken oftast innebär att erlagda förvaltararvoden återbetalas förutsatt vinstgivande försäljningar i den onoterade fonden, därefter sker en vinstdelning. Detta innebär implicit att erlagda arvoden över exempelvis en onoterad riskkapitalfonds livstid, återbetalas i sin helhet (förutsatt att utrymme inom upparbetade vinster finns). I föregående års skrivelse ändrades redovisningen för att ge en mer rättvisande bild över den senare kategorin av arvoden och AP-fonderna ombads också att tydligare redogöra för såväl erlagda som återbetalda belopp för onoterade avtalsupplägg i sina årsredovisningar. Ändringen och förtydligandet i skrivelsen innebär att erlagda arvoden på årsbasis ska ställas mot, och redovisas tillsammans med, återbetalda arvoden som återbetalas i samband att en onoterad tillgång säljs med vinst. I tabell 4.5 framgår detta nettobelopp per fond. Under 2016 var de återbetalda arvoden 25 miljoner kronor högre än de erlagda.

Tabell 4.6 Netto erlagda och återbetalda arvoden för onoterade innehav för vilka återbetalning medges enligt avtal

(positivt belopp då erlagda arvoden överstiger återbetalda)

	2015	2016
Första AP-fonden	71	-10
Andra AP-fonden	32	27
Tredje AP-fonden	-70	8
Fjärde AP-fonden	3	-50
Summa	36	-25

Not: Sjätte AP-fonden har som princip att periodisera sina förvaltningskostnader och dessa ingår därmed inte i tabellen.

Vinstdelningen sker efter en viss vinstnivå, men denna nivå uppnås först efter att fonden har återfått investerat belopp och erlagda avgifter och därutöver även erhållit en ersättning motsvarande en viss procentuell årlig avkastning på hela det investerade beloppet. Vinstdelningen redovisas inte specifikt utan den har reducerat erhållet försäljningsbelopp och därmed reducerat nettoresultatet.

4.2 Kostnadseffektivitet jämfört med utländska pensionsfonder

Skr. 2016/17:130

Regeringens bedömning: Första–Fjärde AP-fonderna är kostnadseffektiva jämfört med ett urval av utländska pensionsfonder. Kostnader bör dock alltid analyseras i relation till avkastningen. Analysen pekar på att avkastningen för Första–Fjärde AP-fonderna är i nivå med ett urval utländska pensionsfonder med liknande storlek och uppdrag. För AP-fonderna, liksom övrig verksamhet i offentlig regi, är det dock viktigt att ständigt arbeta för en hög kostnadseffektivitet.

Skälen för regeringens bedömning

Sammanfattning

I syfte att inhämta ökad kunskap om AP-fondernas kostnadseffektivitet och om vad som drivit kostnadsutvecklingen de senaste åren gavs McKinsey ett fördjupningsuppdrag i samband med årets externa utvärdering. Utvärderingen i sin helhet finns i *bilaga 9*. Nedan sammanfattas McKinseys slutsatser.

McKinseys analys visar att Första–Fjärde AP-fonderna har 20 procent lägre kostnader än de utländska pensionsfonder som en kostnadsbenchmarkstudie gjorts emot. Studien visar också att de senaste årens kostnadsökningar främst beror på att det förvaltade kapitalet ökat vilket i sin tur främst ökat de externa förvaltningskostnaderna som grundas på det förvaltade kapitalets storlek. En bidragande förklaring till kostnadsökningen är att andelen alternativa investeringar ökat. Alternativa investeringar kostar mer att förvalta men har visat god avkastning och bidrar till diversifiering av portföljerna.

McKinseys slutsatser

Kostnaderna för Första–Fjärde AP-fonderna är 20 procent lägre än för andra liknande utländska pensionsfonder. Samtidigt betonas att kostnader alltid bör analyseras i relation till avkastning. Den lägre kostnaden verkar dock inte ha påverkat avkastningen negativt. De senaste fem åren har Första–Fjärde AP-fonderna genererat en genomsnittlig avkastning på 8,4 procent (efter kostnader) jämfört med 8,0 procent för jämförelsegruppen.

Den högre kostnadseffektiviteten förklaras av

- Fondernas aktiva arbete med att öka andelen kapital under intern förvaltning. Intern förvaltning är i regel mer kostnadseffektiv än extern förvaltning. För vissa tillgångar saknas dock alternativ till extern förvaltning.
- Både den externa och den interna förvaltningen är mer kostnadseffektiv än för jämförelsegruppen.
- Kostnaden för den externa förvaltningen begränsas med hjälp av genomtänkt upphandling och stort fokus kring val av

förvaltare med låga avgifter (i förhållande till avkastningen). Stor vikt läggs också på att förhandla låga avgifter.

- Kostnaderna för intern förvaltning begränsas av att aktieförvaltningen har låga kostnader och utgör en stor del av portföljen.
- Kostnaderna reduceras även av att alla fyra fonderna har en lägre andel aktiv extern förvaltning än jämförelsegruppen.
- För fond-i-fondinvesteringar är kostnaderna dock något högre än för jämförelsegruppen.
- Kostnaderna i förhållande till kapitalet har ökat mindre än för jämförelsegruppen.

Kostnadsökningarna förklaras främst av att det förvaltade kapitalet ökat

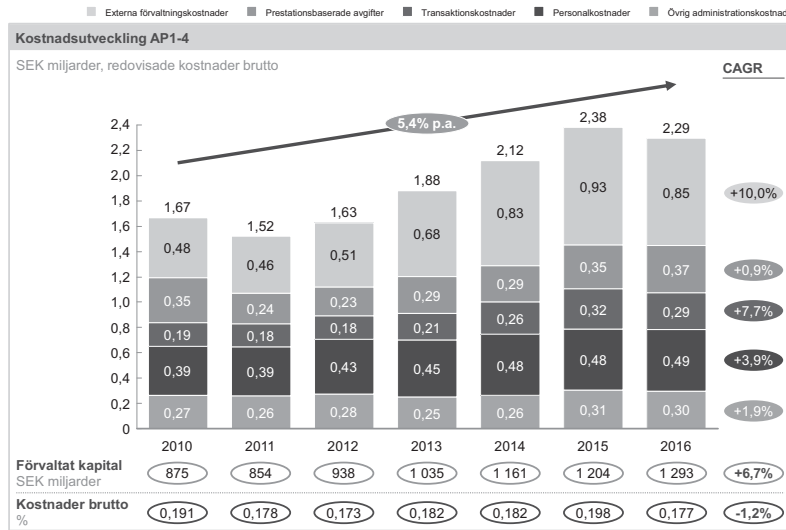
I McKinseys analys av vad som har drivit kostnadsutvecklingen i absoluta tal konstateras att externa förvaltningskostnader står för 75 procent av kostnadsökningen under perioden 2010–2016. Av ökningen förklaras 50 procentenheter av att det förvaltade kapitalet har växt med 6,7 procent per år. Resterande 25 procentenheter är en nettoeffekt av en rad strategiska förändringar som både medfört minskade och ökade kostnader.

Syftet med de strategiska förändringarna är att öka den riskjusterade avkastningen. Det konstateras också att fondernas inriktning om att öka andelen alternativa investeringar har varit lyckosam, då tillgångsslaget visat en högre genomsnittlig avkastning efter kostnader än resten av portföljen. Under 2013–2016 har alternativa investeringar haft en årlig avkastning på 13 procent jämfört med 10 procent för aktier och 5 procent för räntor. Tillgångsslag och marknader har adderats som har en lägre korrelation med den övriga portföljen.

De förändringar som minskat kostnaderna är exempelvis fondernas internaliseringsarbete och arbetet med att använda kostnadseffektiva förvaltare och genomföra fokuserade avtalsförhandlingar. Samtidigt har internaliseringen av extern förvaltning ökat de interna personal- och administrationskostnaderna. Det har även gjorts nyrekryteringar för att möta nya kompetenskrav inom nya tillgångsslag, nya regelverk och policyer, risk och compliance och ESG. Prishöjningar för externa tjänster som marknadsinformation och en starkare prissättningsvaluta har också bidragit till ökade kostnader uttryckt i kronor. I figur 4.2 nedan redovisas Första–Fjärde AP-fondernas kostnadsutveckling per kostnadstyp.

Figur 4.2 Första–Fjärde AP-fondernas kostnadsutveckling per kostnadstyp

Skr. 2016/17:130



Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från AP-fonderna)

Metod för McKinseys kostnadsanalys

Kostnadsanalysen har gjorts med hjälp av uppgifter hämtade från CEM Benchmarking (CEM), vilket är ett kanadensiskt bolag som specialiserat sig på att utvärdera kostnadseffektiviteten av investeringsfonder jämfört med en utvald jämförelsegrupp. Detaljerad data av fondernas tillgångsallokering och implementeringsstrategi gör att AP-fonderna (Första–Fjärde) ges olika kostnadsbenchmark trots att de jämförs med samma jämförelsegrupp – 18 utländska pensionsfonder i liknande storlek som Första–Fjärde AP-fonderna. Utvärderingen bryter även ned kostnadsmissiga fördelar eller nackdelar i drivare, vilket gör det möjligt att identifiera de individuella fondernas konkurrensfördelar och potentiella förbättringsområden. I CEM jämförs en bredare kostnadsdefinition än den som fonderna vanligtvis redovisar.

5 Redovisning och utvärdering av respektive AP-fond

5.1 Första AP-fonden

Regeringens bedömning: Första AP-fonden har infriat rollen att hantera nettoflödet mellan in- och utbetalningarna i inkomstpensionssystemet så som avsett. Fonden har även bidragit till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering samt aktivt arbetat med hållbarhetsfrågor. Sammantaget har Första AP-fonden infriat regeringens förväntningar på fonden.

Skälen för regeringens bedömning

Sammanfattning

Under 2016 överförde Första AP-fonden 6,6 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Netto uppgår fondens ackumulerade överföringar till 25,5 miljarder kronor sedan 2001.

Första AP-fonden har bidragit till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Under 2016 uppgick fondens avkastning till 27,0 miljarder kronor efter kostnader, vilket motsvarar 9,3 procent. Den genomsnittliga avkastningen sedan 2001 har uppgått till 5,7 procent, vilket överstiger inkomstindex som ökat med 3,0 procent per år under samma period. På hållbarhetsområdet har bl.a. samarbete bedrivits med andra investerare och Sida om Agenda 2030 och FN:s 17 utvecklingsmål.

Tabell 5.1 Första AP-fondens resultat

<i>Miljarder kronor</i>	2012	2013	2014	2015	2016
Ingående fondkapital	213,3	233,7	252,5	283,8	290,2
Överföringar	-3,8	-6,9	-5,1	-4,9	-6,6
Årets resultat	24,2	25,7	36,4	11,3	27,0
Utgående fondkapital	233,7	252,5	283,8	290,2	310,5
Årets förändring	20,4	18,8	31,3	6,4	20,3
<i>Procent</i>					
Avkastning före kostnader	11,4	11,3	14,8	4,1	9,5
Avkastning efter kostnader	11,3	11,2	14,6	4,0	9,3

Källa: Första AP-fondens årsredovisningar

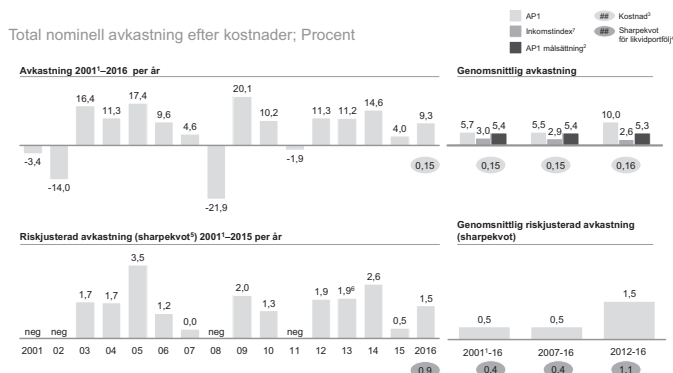
Fondkapital och resultat

Första AP-fondens resultat efter kostnader uppgick till 27,0 miljarder kronor 2016, vilket motsvarar en avkastning på 9,3 procent. Under året överfördes 6,6 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Fondkapitalet ökade med 20,3 miljarder kronor för att uppgå till 310,5 miljarder kronor vid årets slut.

I figur 5.1 redovisas Första AP-fondens totala avkastning efter kostnader sedan 2001. För hela perioden 2001–2016 har Första AP-fondens genomsnittliga avkastning efter kostnader uppgått till

5,7 procent per år. Detta kan jämföras med inkomstindex som under Skr. 2016/17:130 samma period i genomsnitt ökat med 3,0 procent per år.

Figur 5.1 Första AP-fondens totala avkastning



1 1 juli 2001 (för 2001 anges annualiserad avkastning)
 2 Första AP-fondens målsättning sen 2015 är att nå en genomsnittlig årlig real avkastning på 4,0 % efter kostnader mätt över rullande tioårsperiod. Målsättning 2001-14: Nominell avkastning på 5,5 % efter kostnader, mätt över rullande tioårsperiod
 3 Provisions- och rörelsekostnader som andel av genomsnittet av årets ingående och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)
 4 Likvidportföljen inkluderar noterade tillgångsaktier, aktier, räntebärande tillgångar, samt kassa
 5 Sharpekvot för den totala portföljen, inklusive noterade samt onoterade tillgångar. Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldsväxel för 2001-10, 2-årig svensk statsobligation för 2011-13, 1-årsnot på svenska statens kurvan (YCGT0021) för 2014-16 samt antagande om 260 handelsdagar
 6 Benämnade sharpekvoter avviker från redovisade värden på 2,1 för totalportföljen då fonden använt en annan metod
 7 Inkomstindex från första januari 2001
 Not: Sharpekvoten definieras som riskpremien (fondens avkastning minus den riskfria räntan) dividerat med fondens risk (mätts med standardavvikelsen)

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från Första AP-fonden och Försäkringskassan)

Under 2016 uppgick fondens totala avkastning till 9,5 procent före kostnader. Störst bidrag till avkastningen gav aktier (2,9 procentenheter, varav svenska aktier 1,0, globala aktier i utvecklade marknader 0,9 och tillväxtmarknadsaktier 1,0), fastigheter (2,1 procentenheter) och kassa och valuta (1,8 procentenheter).

I nedre delen av figur 5.1 framgår att totalportföljens genomsnittliga årliga riskjusterade avkastning (mätt med en s.k. Sharpekvot) var 0,5 under perioden 2001–2016, 0,5 under tioårsperioden 2007–2016, 1,5 under femårsperioden 2012–2016 samt 1,5 under 2016. Sharpekvoten anger hur mycket avkastning fonden genererat i förhållande till den risk som tagits under tidsperioden. En hög Sharpekvot är eftersträvänsvärt.

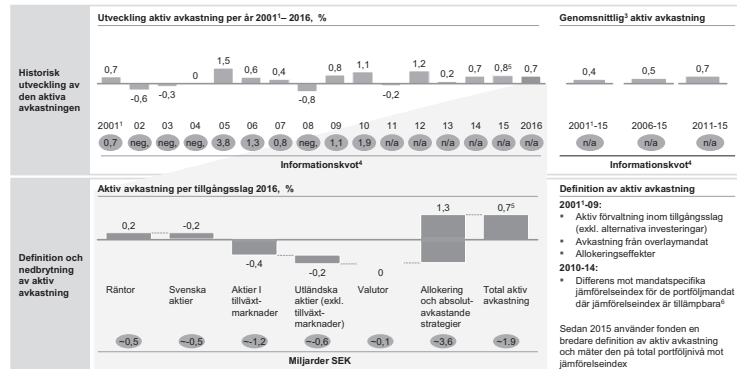
Aktiv förvaltning

Första AP-fonden har de senaste femton åren haft olika definitioner av aktiv avkastning. McKinsey använder i sin utvärdering definitionen från 2010 som innebär att avkastningen redovisas per mandat kopplade till index (inom räntor, svenska aktier, aktier i tillväxtmarknader, övriga utländska aktier, valutor samt övriga strategier). Detta möjliggör en historisk jämförelse relativt definitionen från 2015 som är bredare och dessutom mäter aktiv avkastning på total portföljnivå mot jämförelseindex. Sammantaget innebär det att resultaten som fonden kommunicerar skiljer sig från nedanstående resultat.

Under 2001–2016 var den genomsnittliga årliga aktiva avkastningen före kostnader 0,4 procent av likvidportföljen. Under 2016 var den 0,7 procent, vilket motsvarar 1,9 miljarder kronor. Inkluderar man alternativa tillgångar i den aktiva avkastningen uppgick den till 1,4 procent, eller motsvarande 3,7 miljarder under 2016.

Figur 5.2 Första AP-fondens aktiva avkastning 2001–2016

Årlig aktiv avkastning före kostnader; Procent²



1 1 juli 2001

2 Beräknas mot likvidportföljen som bas 2001-09, 2010-15 används den del av portföljen med jämförelseindex som bas

3 Genomsnitt (aritmetiskt medelvärde) av den årliga aktiva avkastningen

4 Årsränsad informationsskvtot baserad på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar. Informationsskvtoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett. Informationsskvtoten redovisas ej 2011-15 då den ej bedöms vara jämförbar med andra AP-fonder, 2001-10 var informationsskvtoten 0,4

5 Fondens ändrar sen 2015 en bredare definition av aktiv avkastning och mäter den på total portföljnivå (inklusive alternativa tillgångar) vilket utvecklat till 1,4 % 2016

6 För 2011 inkluderades även indexval (+0,26 %); 7 Fondens mått av aktiv avkastning inkluderar även alternativa tillgångar (aktiv avkastning om +0,7 % av totalt kapital 2016)

8 Aktiv avkastning (SEK 3,7 miljarder) skiljer från årsredovisningens rapporterade om SEK -4,2 miljarder, drivet av att McKinsey beräknat daglig avkastning och fonden beräknat månatlig

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från Första AP-fonden)

Uppföljning av styrelsens avkastningsmål

Från och med 2015 har styrelsen för Första AP-fonden ändrat avkastningsmålet till en real avkastning på 4,0 procent efter kostnader över rullande tioårsperioder. Under 2014 och 2013 var avkastningsmålet för Första AP-fonden en nominell avkastning om 5,5 procent efter kostnader över rullande tioårsperioder. Dessförinnan var målet formulerat över en femårsperiod.

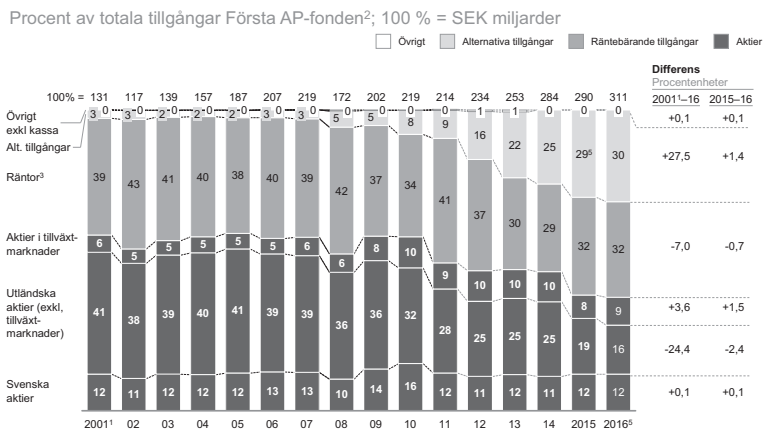
I den högra delen av figur 5.1 framgår att fondens årliga avkastning efter kostnader var 10,0 procent under den senaste femårsperioden (2012–2016), 5,5 procent under tioårsperioden (2007–2016) och 5,7 procent under perioden 2001–2015. Detta innebär att Första AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsmål under samtliga nämnda perioder. Fondens avkastning efter kostnader har även varit högre än inkomstindex under samtliga nämnda perioder.

Investeringsprocess och strategi

Utöver målet för den reala avkastningen fattar styrelsen även beslut om hur stor finansiell risk som fonden bör ta. Detta uttrycks i en övergripande tillgångsfördelning mellan aktier och räntebärande placeringar. Det finns också ett definierat mandat när det gäller tolerans för avvikelser, samt ett antal tillåtna tillgångsklasser. Den verkställande direktören definierar, med utgångspunkt från styrelsens riskpreferens, investeringsövertygelser och riktlinjer i övrigt ett strategiskt benchmark för fondens förvaltning på lång sikt (10 år). Investeringsövertygelserna bygger på en väldiversifierad portfölj, långsiktig förvaltning, utnyttjande av stundtals ineffektiva marknader och riskpremier. Kostnadseffektiv förvaltning och hållbart värdeskapande är också ledord. Kapitalförvaltningschefen ansvarar för att utforma den strategiska förvaltningen på tre till fem års sikt. Denna bryts sedan ned enligt olika beslutsmandat till operativ förvaltning och verkställs inom investeringsorganisationen.

Första AP-fondens portfölj bestod vid 2016 års slut av 38 procent aktier, 32 procent räntebärande tillgångar och 30 procent alternativa tillgångar. Jämfört med föregående årsskifte har andelen aktier och räntor minskat med 0,8 respektive 0,7 procentenheter medan andelen alternativa tillgångar ökat med 1,4 procentenheter. Årets förändringar följer trenden från tidigare år. Utländska aktier (exklusive tillväxtmarknader) står för den största minskningen.

Figur 5.3 Första AP-fondens faktiska tillgångsallokering



¹ 1 juli 2001

² Den faktiska allokeringen den 31 december varje år

³ Inklusive kassa, TAA och SAA

⁴ Alternativa tillgångar inkluderar bland annat investeringar i hedgefonder, fastigheter, PE och riskparitetsportfölj. Riskparitetsportföljen infördes under 2013. En riskparitetsportfölj är en portfölj där varje portföljkomponent bidrar med lika mycket risk till portföljens totala risk

⁵ Allokering skiljer sig från redovisad allokering i årsredovisningen på grund av skillnader i angreppssätt (McKinsey utvärderar utgående marknadsvärde och AP1 redovisar exponering) samt klassificering av tillgångsdrag

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från Första AP-fonden)

Tillfällig överträdelse av placeringsreglerna

Under året liksom under föregående år överskred Första AP-fonden femprocentsgränsen i placeringsreglerna för innehav i onoterade aktier. För att minska innehavet under 2016 avyttrades i slutet av året en portfölj av nordamerikanska riskkapitalfonder. Försäljningen bidrog till att andelen onoterade investeringar i fondens totala portfölj begränsades till 4,8 procent per den 31 december 2016. Enligt lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) ska en fond som överskrider de kvantitativa placeringsreglerna avveckla den överskjutande delen av innehavet så snart det är lämpligt med hänsyn till marknadsförhållandena.

Kostnader

De senaste fem åren har Första AP-fondens interna kostnader (rörelsens kostnader) ökat med 10 miljoner kronor, eller i genomsnitt 2 miljoner kronor per år. Beräknat på den genomsnittliga kostnadsbasen ökade rörelsens kostnader med drygt 1 procent per år samtidigt som antalet anställda under samma period ökat från 47 till 61. Det ökade antalet anställda har framför allt skett inom kapitalförvaltningen.

De externa kostnaderna (provisionskostnader) ökade under samma period med 126 miljoner kronor från 145 miljoner till 271 miljoner kronor. Ökningen förklaras huvudsakligen av:

1. *Förändrad profil på de externt förvaltade mandaten:* Under perioden har enklare och därmed billigare förvaltning på utvecklade marknader tagits hem samtidigt som det tillkommit mer komplicerade externa mandat, t.ex. riskparitetsstrategi och aktiva mandat på s.k. emerging och frontier markets. Detta har under perioden överslagsmässigt ökat kostnaderna netto med cirka 75 miljoner kronor.
2. *Förstärkning av dollarkursen:* Under perioden har dollarn stärkts mot den svenska kronan med ca 40 procent. Beräknat på kostnadsbasen för 2012 medför det uppskattningsvis en kostnadsökning på ca 50 miljoner kronor.

Tabell 5.2 Första AP-fondens kostnader och antal anställda

<i>Miljoner kronor</i>	2012	2013	2014	2015	2016
Interna kostnader	177	161	177	185	187
Personalkostnader	106	110	120	116	118
Lokalkostnader	11	11	10	11	12
Köpta tjänster	29	11	16	22	19
Informations- och datakostnader	24	22	24	30	31
Övrigt	7	7	6	6	7
Externa förvaltningskostnader ¹²	145	189	279	308	271
Summa	322	350	456	493	458
Förvaltningskostnadsandel %	0,14	0,14	0,17	0,17	0,15
Antal anställda ¹³	47	52 ¹⁴	51	55	61 ¹⁵
Andel kvinnor %	26	27	31	35	36

Källa: Första AP-fondens årsredovisningar

Under 2016 minskade Första AP-fonden sina externa förvaltningskostnader med 37 miljoner kronor jämfört med 2015. Minskningen utgjordes i huvudsak av omstrukturering av mandat, framför allt när det gäller hedgefonder och tillväxtmarknader. Ett exempel är färre mandat på s.k. frontier markets, då dessa är kunskapskrävande och därmed kostsamma. Kostnadsminskningen var också en konsekvens av en omförhandling av mandat, vilket lett till lägre kostnad samt till viss del internalisering, dvs. allokering från extern till intern förvaltning av delar av portföljen.

¹² Exklusive prestationsbaserade arvoden.

¹³ Vid årets slut.

¹⁴, ¹⁵ Varav två projektanställda.

Första AP-fonden har som ambition att behålla kostnadsandelen för totala förvaltningskostnader (rörelse- och provisionskostnader) i förhållande till förvaltad kapital kring 0,15 procentenheter, vilket är den nivå som gällde för 2016 (att jämföra med 0,17 procentenheter 2015). Fonden arbetar för närvarande med att ta fram en modell som ett hjälpmedel för att enkelt kunna beräkna kostnadseffekten av olika portföljsammansättningar.

Hållbarhet och ägarstyrning

Under 2016 har Första AP-fonden fortsatt satsningen på hållbart värdeskapande och ägaransvar, bl.a. genom att utöka resurserna till båda dessa områden. Styrelsen beslutade om en revidering av fondens hållbarhetsstrategi och satte upp fyra mål för hållbarhet: (i) Kontinuerlig kompetensutveckling, (ii) Dedikerade investeringar, (iii) Regelbunden hållbarhetsgenomgång och (iv) Ökad transparens kring fondens hållbarhetsarbete.

Inom ramen för hållbarhetsstrategin har bl.a. ett ESG-filter¹⁶ införts i fondens lågvolatilitetsportfölj. Vidare har ett samarbete med förvaltaren Osmosis inletts med inriktning på investeringar i resurseffektiva bolag och en investering har gjorts i Resonance Industrial Water Infrastructure som inriktar sig på att finansiera vattenrening och återanvändning av vatten för industriellt bruk. Ägaransvarsområdet har också fått utökade resurser, vilket bl.a. möjliggjort utökad arbete i svenska valberedningar. Fonden är också engagerad i samarbete med andra investerare och Sida om Agenda 2030 och FN:s 17 utvecklingsmål.

AP-fondernas Etikråd har under 2016 drivit ett projekt med syfte att identifiera hur Etikrådet och fonderna i fortsättningen ska arbeta med mänskliga rättigheter, framför allt FN:s Guiding Principles on Business and Human Rights (UNGPs).

Risk- och kontrollverksamhet

Första AP-fondens riskhantering och kontroll följer den s.k. principen om tre försvarslinjer vilket innebär att fonden skiljer mellan funktioner som äger risk (ledning och förvaltningsorganisationen), funktioner för övervakning, kontroll och regelefterlevnad (Risk/Middle Office och Compliance) och funktionen för oberoende granskning (internrevision). Inom andra försvarslinjen ansvarar Risk/Middle Office för att följa upp att fondens riskramverk följs och Compliance ansvarar för att kontrollera regelefterlevnad. Den tredje försvarslinjen, internrevisionen, upphandlas externt.

¹⁶ Den ursprungliga investeringsprocessen har kompletterats med ett steg där de bolag som är sämst i sin bransch ur ett hållbarhetsperspektiv i allmänhet och/eller i sitt arbete med omställning till ett lågfossilt samhälle plockas bort. Detta har kunnat göras utan att risk- eller avkastningsprofilen påverkats negativt.

Regeringens bedömning: Andra AP-fonden har infriat rollen att hantera nettoflödet mellan in- och utbetalningarna i inkomstpensionssystemet så som avsett.

Fonden har bidragit till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering samt aktivt arbetat med hållbarhetsfrågor. Sammantaget har Andra AP-fonden infriat regeringens förväntningar på fonden.

Skälen för regeringens bedömning

Sammanfattning

Under 2016 överförde Andra AP-fonden 6,6 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Netto uppgår fonens ackumulerade överföringar till 25,5 miljarder kronor sedan 2001.

Andra AP-fonden har bidragit till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Under 2016 uppgick fondens avkastning till 30,5 miljarder kronor efter kostnader, vilket motsvarar 10,3 procent. Den genomsnittliga avkastning sedan 2001 har uppgått till 6,1 procent, vilket mer än väl överstiger inkomstindex som ökat med 3,0 procent per år under samma period. På hållbarhetsområdet har Andra AP-fonden implementerat ESG-faktorer i tillgångsslaget globala aktier i den kvantitativa förvaltningen. Fonden har även beslutat att göra gröna obligationer till ett eget tillgångsslag och därmed till en del av den övergripande investeringsstrategin.

Tabell 5.3 Andra AP-fondens resultat

<i>Miljarder kronor</i>	2012	2013	2014	2015	2016
Ingående fondkapital	216,6	241,5	264,7	293,9	300,6
Överföringar	-3,8	-6,9	-5,1	-4,9	-6,6
Årets resultat	28,6	30,1	34,3	11,7	30,5
Utgående fondkapital	241,5	264,7	293,9	300,6	324,5
Årets förändring	24,9	23,2	29,2	6,7	23,9
<i>Procent</i>					
Avkastning före kostnader	13,5	12,8	13,3	4,1	10,5
Avkastning efter kostnader	13,3	12,7	13,1	4,0	10,3

Källa: Andra AP-fondens årsredovisningar

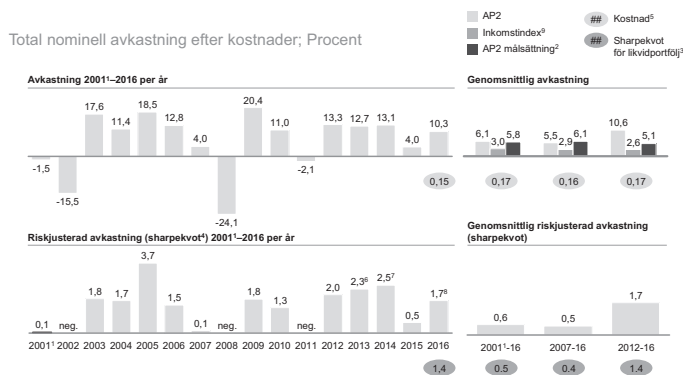
Fondkapital och resultat

Andra AP-fondens resultat efter kostnader uppgick till 30,5 miljarder kronor 2016, vilket motsvarar en avkastning på 10,3 procent. Under året överfördes 6,6 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Sammantaget ökade fondkapitalet med 23,9 miljarder kronor till 324,5 miljarder kronor.

I figur 5.4 redovisas Andra AP-fondens totala avkastning efter kostnader sedan 2001. Som framgår i figurens högra del uppgick den genomsnittliga avkastningen efter kostnader till 6,1 procent per år under

perioden 2001–2016, vilket kan jämföras med inkomstindex som i Skr. 2016/17:130 genomsnitt ökat med 3,0 procent per år under samma period.

Figur 5.4 Andra AP-fondens totala avkastning



1 1 juli 2001 (för 2001 anges årensnösk avkastning)
 2 Andra AP-fondens genomsnittliga målsättning, 2013 var målsättningen 5 % i real avkastning. Under 2001-2013 har målsättningen fluktuerat mellan 4,0 och 5,0 % i real avkastning med en genomsnittlig inflation på -1,2 %. Avkastningsmålet är justerat för att omfatta 90 % av portföljen 2001-2008 och 100 % av portföljen 2009-2014
 3 Likvidportföljen inkluderar noterade tillgångsaktier, svenska och globala aktier, rörelseaktiva tillgångar, samt overlaymandat
 4 Sharpekvot för den totala portföljen, inklusive noterade samt onoterade tillgångar. Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel för 2001-10.
 5 Årlig svensk statsobligation för 2011-13, 1-årsnot på svenska statens-kurven (YCOST021) för 2014-15 samt utgående om 260 handelsdagar
 6 Provisions- och rörelsekostnad som andel av genomsnittet av årets ingående och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)
 7 Avvikelse från redovisad sharpekvot på 2,4 då fonden använt en annan riskfri ränta
 8 Avvikelse från redovisad sharpekvot på 1,9 för totalportfölj då McKinsey endast tagit hänsyn till veckodagar vid beräkning av standardavvikelse
 9 Inkomstindex från första januari 2001

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från Andra AP-fonden och Försäkringskassan)

Under 2016 uppgick fondens totala avkastning till 10,5 procent före kostnader. Störst bidrag till avkastningen gav aktier (6,8 procentenheter, varav svenska aktier 1,0, globala aktier i utvecklade marknader 3,7 och tillväxtmarknadsaktier 2,1) och alternativa investeringar (3,1 procentenheter). Valutasäkringen i den noterade portföljen minskade resultatet med 2,1 procentenheter. Den negativa avkastningseffekten kompensades dock mer än väl av att tillgångar i utländsk valuta steg i värde. Fonden valutasäkras inte tillväxtmarknadsvalutor.

I nedre delen av figur 5.4 framgår att totalportföljens genomsnittliga årliga riskjusterade avkastning (mätt med en s.k. Sharpekvot) var 0,6 under perioden 2001–2016, 0,5 under tioårsperioden 2007–2016, 1,5 under femårsperioden 2012–2016 samt 1,7 under 2016. Sharpekvoten anger hur mycket avkastning fonden genererat i förhållande till den risk som tagits under tidsperioden. En hög Sharpekvot är eftersträvänsvärt.

Aktiv förvaltning

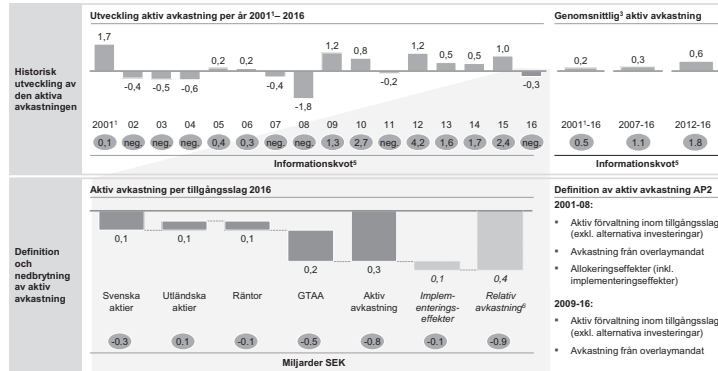
Andra AP-fonden har under perioden 2001–2016 ändrat definitionen av aktiv avkastning flera gånger. Mellan 2001 och 2008 definierades den som aktiv förvaltning inom tillgångsslag (exklusive alternativa investeringar), avkastning från overlaymandat, och allokeringseffekter (inklusive implementeringseffekter). År 2009 ändrades definitionen och allokeringseffekter exkluderades från den aktiva avkastningen.

Med ovanstående förutsättningar i åtanke har fondens aktiva avkastning före kostnader uppgått till 0,2 procent av likvidportföljen per år mellan 2001 och 2016. Det innebär att målet om en aktiv avkastning om 0,5 procent per år inte uppnåddes. Om man däremot tittar på perioden 2012–2016 uppnåddes målet då den aktiva avkastningen var 0,6 procent per år. Under 2016 var den aktiva avkastningen -0,3 procent. Bidragande

orsaker till den negativa avkastningen var framför allt svenska aktier (-0,1 procentenheter), räntebärande värdepapper (-0,1 procentenheter) och kapitallösa mandat (-0,2 procentenheter).

Figur 5.5 Andra AP-fondens aktiva avkastning 2001–2016

Årlig aktiv avkastning före kostnader; Procent²



1 1 juli 2001

2 Beräknas mot likvidportföljen som bas

3 Medelvärde (aritmetiskt) av den årliga aktiva avkastningen

4 Från 2009 och framåt redovisas aktiv avkastning endast på årsbasis (tidigare beräknades aktiv avkastning på dagsbasis)

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

6 Fondens redovisar relativ avkastning, beräknat som den aktiva avkastning från förvaltningen justerat för implementeringseffekter, vilket inkluderar effekter från avvikelser mot den strategiska portföljen, avvikelser i allokering mellan olika index inom tillgångslag, resultat från valutaderivat samt likviditet som speglas i jämförelseindex

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från Andra AP-fonden)

Uppföljning av styrelsens avkastningsmål

Styrelsens avkastningsmål är att fonden i genomsnitt ska uppnå en årlig real avkastning på minst 4,5 procent på lång sikt. Före 2015 var den långsiktiga målsättningen 5,0 procent reallt per år. Ändringen gjordes mot bakgrund av förväntat lägre globala räntor på lång sikt. Efter ändringen är Andra AP-fondens målsättning mer i linje med övriga AP-fonder.

I den högra delen av figur 5.4 framgår att fondens årliga avkastning efter kostnader var 10,6 procent under den senaste femårsperioden (2012–2016), 5,5 procent under tioårsperioden (2007–2016) och 6,1 procent under perioden 2001–2016. Detta innebär att Andra AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsmål under samtliga nämnda perioder, förutom de senaste tio åren. För denna period hade dock Andra AP-fonden ett högre avkastningsmål än de övriga buffertfonderna. Fondens avkastning efter kostnader har varit högre än inkomstindex under samtliga nämnda perioder.

Investeringsprocess och strategi

Andra AP-fondens strategi bygger på värdeskapande i flera steg: val av strategisk tillgångsfördelning, val av index och aktiv förvaltning. Till grund för strategin ligger ett antal principer, s.k. Investment Beliefs. Dessa beskriver fondens syn på hur kapitalmarknaden fungerar samt möjligheter och förutsättningar att skapa en god avkastning.

Den strategiska portföljen tas fram med stöd av en internt utvecklad Asset-Liability-Model (ALM), där hänsyn tas till den förväntade långsiktiga utvecklingen i pensionssystemet och på de finansiella marknaderna. Det innebär att fondens strategiska portfölj utgörs av en

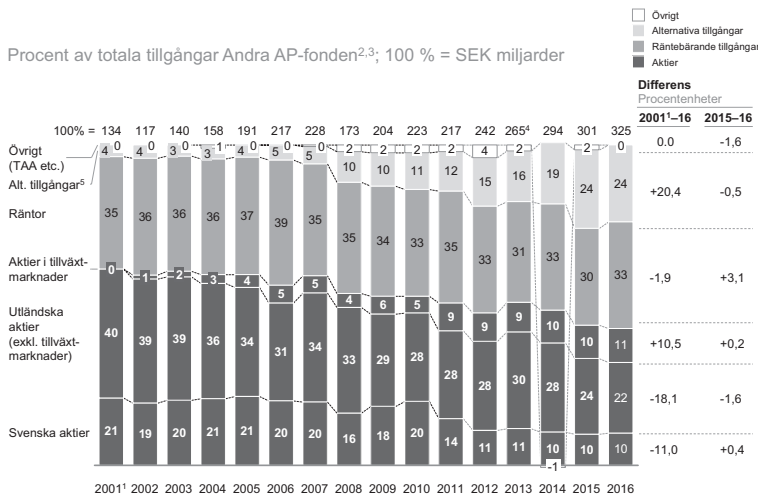
sammansättning av olika tillgångsslag som fonden bedömt ger den bästa generationsneutrala och långsiktiga tillväxten för framtida pensioner.

Valet av index ses som en del av den strategiska placeringsprocessen, där index fastställer ett investeringsurval för den interna och externa förvaltningen. Fonden har i stor utsträckning ersatt de traditionella breda kapitalvägda indexen med mer specialiserade index som på ett mer riskeffektivt sätt förväntas bidra till den framtida avkastningen.

Portföljen

Andra AP-fondens portfölj bestod vid 2016 års slut av 43 procent aktier, 33 procent räntebärande tillgångar och 24 procent alternativa tillgångar. Jämfört med föregående årsskifte har andelen aktier och alternativa tillgångar minskat med 1,0 respektive 0,5 procentenheter, medan andelen räntebärande tillgångar ökat med 3,1 procentenheter (figur 5.4). Årets förändringar följer i huvudsak trenden från tidigare år, bortsett från att andelen räntor ökat. Utländska aktier (exklusive tillväxtmarknader) står för den största minskningen.

Figur 5.6 Andra AP-fondens faktiska tillgångsallokering



Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från Andra AP-fonden)

Tillfällig överträdelse av placeringsreglerna

Under året liksom under föregående år överskred Andra AP-fonden femprocentsgränsen i placeringsreglerna för innehav i onoterade aktier. För att minska årets innehav har delar av innehaven avyttrats vid två tillfällen så att andelen onoterade aktier av fondens totala kapital

minskades till 5,0 procent per den 31 december 2016.¹⁷ Enligt lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) ska en fond som överskrider de kvantitativa placeringsreglerna avveckla den överskjutande delen av innehavet så snart det är lämpligt med hänsyn till marknadsförhållandena.

Kostnader

Andra AP-fondens främsta kostnadsdrivare under de senaste fem åren, på total nivå, är ökning av förvaltad kapital, valutakurseffekter samt engångskostnader i samband med den genomförda internaliseringen. Ökning av förvaltad kapital är den största drivare till kostnadsökningen i absoluta tal då framför allt externa förvaltararvodet och depåkostnader är starkt korrelerade till storlek på förvaltad kapital. Under perioden 2012–2015 har fonden genomfört en internalisering för att på ett kostnadseffektivt sätt förvalta den väldiversifierade portfölj som krävs för att nå en hög riskjusterad avkastning. Under perioden har ca 50 miljarder kronor flyttats från extern till intern förvaltning, vilket under själva transfereringsfasen inneburit ökade rörelsekostnader och depåkostnader. Den positiva effekten av internaliseringsarbetet i form av lägre kostnader har uppkommit fr.o.m. år 2016 då förvaltningskostnadsandelen för totala kostnader minskade väsentligt och sjönk från 0,18 procent till 0,15 procent.

Tabell 5.4 Andra AP-fondens kostnader och antal anställda

<i>Miljoner kronor</i>	2012	2013	2014	2015	2016
Interna kostnader	169	178	195	212	217
Personalkostnader	101	112	118	126	131
Lokalkostnader	5	5	5	5	5
Köpta tjänster	10	10	14	11	12
Informations- och datakostnader	40	38	46	58	58
Övrigt	13	13	12	12	11
Externa förvaltningskostnader ¹⁸	203	245	286	321	264
Summa	372	423	481	533	481
Förvaltningskostnadsandel %	0,16	0,17	0,17	0,18	0,15
Antal anställda ¹⁹	60	59	63	64	66
Andel kvinnor %	38	37	38	34	33

Källa: Andra AP-fondens årsredovisningar

¹⁷ I beräkningen exkluderas sex fonder med ett totalt marknadsvärde av 1 miljard kronor då mer än 50 procent av innehavet utgörs av noterade innehav och därför inte definieras som noterade innehav vid limituppföljningen.

¹⁸ Exklusive prestationsbaserade arvoden.

¹⁹ Vid årets slut.

Det är framför allt förvaltningen av globala krediter, aktier och räntebärande tillgångar på tillväxtmarknader som flyttats från extern till intern förvaltning med stora krav på erforderligt resurs- och systemstöd samt kvalitetssäkring av interna rutiner. Ökningen av fondens informations- och datakostnader beror till stor del på den utökade mängden datakällor som krävs för fondens interna kvantitativa förvaltning. Internaliseringen har varit ett kraftfullt verktyg för att behålla kostnadseffektivitet även med en alltmer sofistikerad portfölj. De totala kostnaderna har minskat betydligt tack vare lägre externa arvoden, samtidigt som de interna kostnaderna och depåkostnaderna ökat något till följd av en större och mer komplex intern förvaltning.

En betydande del av fondens kostnader är i utländsk valuta, vilket gör att kronförsvagningen mot framför allt dollar och euro påverkat kostnader i absoluta termer. Under 2017 fokuserar Andra AP-fonden bl.a. på att effektivisera och reducera kostnaden för marknadsinformation med effekt framför allt fr.o.m. 2018.

Hållbarhet och ägarstyrning

Under året har arbetet inom hållbarhetsområdet fortsatt att utvecklas och intensifieras. Stor vikt har lagts på att integrera hållbarhetsfrågor i förvaltningen. Bland annat har Andra AP-fonden implementerat ESG-faktorer i tillgångsslaget globala aktier i den kvantitativa förvaltningen. Fonden beslutade också att göra gröna obligationer till ett eget tillgångsslag och därmed till en del av den övergripande investeringsstrategin.

Andra AP-fonden har under året ytterligare minskat sin finansiella risk inom fossil energi. Totalt har nu fonden avvecklat investeringarna i 23 kolbolag, 15 olje- och gasbolag samt 38 elproducerande bolag. Fonden har tagit fram ett dokument som beskriver hur klimatanalysen integreras i investeringsprocessen och hur fonden arbetar med klimatfrågan. Fondens ambition är att utveckla portföljen i linje med tvågradersmålet. Andra AP-fonden rankades som nummer åtta i världen för hantering av klimatrisker av Asset Owners Disclosure Project (AODP). Fonden har under året investerat 30 miljoner dollar i Women Entrepreneurs Opportunity Facility som är ett partnerskap mellan Goldman Sachs 10,000 Women och IFC. WEOF bidrar till att överbrygga en global kreditklyfta för små och medelstora företag som ägs av kvinnor i tillväxtländer samt gör det möjligt för kvinnliga entreprenörer att utveckla sina företag. Under året skrev fonden brev till drygt 40 svenska bolag och uppmanade dem att redovisa hur de kopplar sin verksamhet till FN:s 17 hållbarhetsmål, vilket fonden följer upp i samband med bolagens årsstämmor. Fonden har under 2016 röstat i ca 50 svenska bolag samt cirka 800 utländska. Därutöver står fonden bakom en mängd initiativ och dialoger med såväl bolag som lagstiftare för att utveckla och förbättra bolagsstyrning i både specifika fall och mer generellt.

Risk- och kontrollverksamhet

För ett par år sedan startade Andra AP-fonden ett arbete med att utveckla och förbättra fondens risk- och kontrollverksamhet. Arbetet har fortsatt

under 2016 med målet att på ett effektivt sätt prestera ett risk- och kontrollarbete i världsklass. En del i detta är Andra AP-fondens arbete med operativa risker som nu utvecklats under 10 år, vilket särskilt lyftes fram i förra årets utvärdering. Under året har implementering av ett nytt analysverktyg för finansiella risker avslutats. Verktöget innebär implementering av en ny riskmodell som ger bättre analysmöjligheter vilket bl.a. ökar förståelsen för den totala riskbilden av fondens portfölj bestående av både noterade och onoterade tillgångar. Det nya risksystemet innebär även nya möjligheter att genomföra ESG-analys på aktieportföljer vilket är ett arbete som initierades under 2016 men som kommer att utvecklas under 2017. Utöver projektet när det gäller nytt risksystem har ett nytt verktyg för avkastningsanalys upphandlats och implementerats under året. Genom verktöget skapas bättre möjligheter att analysera och förklara vad som driver avkastningen i fondens portföljer. Eftersom denna process var mer manuell tidigare minskas även operativa risker inom detta område betydligt. Vidare har ett projekt initierats under året i syfte att beskriva fondens befintliga arbete med intern styrning och kontroll, vilket bygger på principen om tre försvarslinjer. Parallellt med detta projekt har en internrevisionsleverantör upphandlats och förslag till införande tagits fram som en del av den totala interna styrningen och kontrollen. Arbetet avslutas under våren 2017 med avrapportering i styrelsen samt initiering av ett första internrevisionsuppdrag. Fonden har även förstärkt sin compliance-avdelning med en person i syfte att kunna hantera ökade krav inom regelefterlevnad.

5.3 Tredje AP-fonden

Regeringens bedömning: Tredje AP-fonden har infriat rollen att hantera nettoflödet mellan in- och utbetalningarna i inkomstpensionssystemet så som avsett.

Fonden har bidragit till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering samt aktivt arbetat med hållbarhetsfrågor. Sammantaget har Tredje AP-fonden infriat regeringens förväntningar på fonden.

Skälen för regeringens bedömning

Sammanfattning

Under 2016 överförde Tredje AP-fonden 6,6 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Netto uppgår fondens ackumulerade överföringar till 25,5 miljarder kronor sedan 2001.

Tredje AP-fonden har bidragit till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Under 2016 uppgick fondens avkastning till 28,0 miljarder kronor efter kostnader, vilket motsvarar 9,4 procent. Den genomsnittliga avkastning sedan 2001 har uppgått till 6,1 procent, vilket mer än väl överstiger inkomstindex som ökat med 3,0 procent per år under samma period. På hållbarhetsområdet har bl.a. en väsentlighetsanalys och intressentdialoger genomförts under året. Syftet har varit att vidareutveckla hållbarhetsarbetet och tydliggöra kommunikationen kring detta.

Tabell 5.5 Tredje AP-fondens resultat

Miljarder kronor	2012	2013	2014	2015	2016
Ingående fondkapital	214,1	233,0	258,5	288,3	303,0
Överföringar	-3,8	-6,9	-5,1	-4,9	-6,6
Årets resultat	22,6	32,4	35,0	19,6	28,0
Utgående fondkapital	233,0	258,5	288,3	303,0	324,5
Årets förändring, mdkr	18,9	25,5	29,8	14,7	21,5
<i>Procent</i>					
Avkastning före kostnader	10,7	14,2	13,8	6,9	9,5
Avkastning efter kostnader	10,7	14,1	13,7	6,8	9,4

Källa: Tredje AP-fondens årsredovisningar

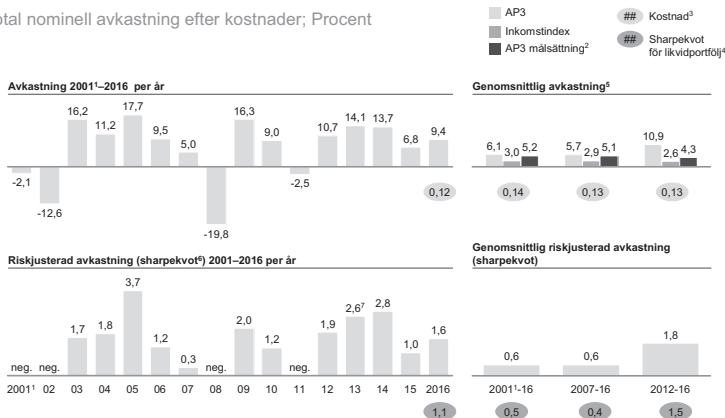
Fondkapital och resultat

Tredje AP-fondens resultat uppgick till 28,0 miljarder kronor 2016, vilket motsvarar en avkastning på 9,4 procent efter kostnader. Under året överfördes 6,6 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Sammantaget ökade fondkapitalet med 21,5 miljarder kronor till 324,5 miljarder kronor.

I figur 5.7 redovisas Tredje AP-fondens totala avkastning efter kostnader sedan 2001. Som framgår i figurens högra del uppgick den genomsnittliga avkastningen efter kostnader till 6,1 procent per år under perioden 2001–2016, vilket kan jämföras med inkomstindex som i genomsnitt ökat med 3,0 procent per år under samma period.

Figur 5.7 Tredje AP-fondens totala avkastning

Total nominell avkastning efter kostnader; Procent



¹ 1 juli 2001. ² Målslättning på 4,0 % i real avkastning. Den genomsnittliga årliga inflationen under 2001-15 har varit -1,2 % baserat på inflationsläkt mått månadsvis från SCB

³ Provisions- och rörelsekostnad som andel av genomsnittet av årets ingående och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)

⁴ Likvidportföljen exkluderar investeringar i onoterade aktier, fastigheter, jordbruk, skog, infrastruktur, konvertibler, divergerande strategier samt makro

⁵ Nominell avkastning sedan fondens start (2001-2015), senaste tio åren (2007-2016) samt senaste fem åren (2012-2016)

⁶ Sharpekvot för den totala portföljen, inklusive noterade samt onoterade tillgångar. Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel för 2001-10.

⁷ 2-årig svensk statsobligation för 2011-13, 1-årsnot på svenska staten-kurvan (YCGT0021) för 2014-16 samt antagande om 260 handelsdagar

⁸ Beräknad sharpekvot avviker från redovisat värde på 2,8 för totalportföljen då fonden använder en annan riskfri ränta

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från Tredje AP-fonden, Riksbanken och SCB)

Under 2016 avkastade Tredje AP-fondens portfölj 9,5 procent före kostnader. Tredje AP-fonden redovisar avkastningen per riskklass (före

kostnader). De olika riskklasserna bidrog till den totala avkastningen enligt följande: aktier 3,8 procentenheter, valuta 1,4 procentenheter, inflation 3,2 procentenheter, räntor 0,6 procentenheter, krediter 0,2 procentenheter och absolutavkastande strategier 0,3 procentenheter. Riskklassen valuta består av fondens exponering för förändringar i valutakurser mot svenska kronor. Exponeringar härrör från de investeringar i utländska tillgångar som inte säkrats till svenska kronor samt från direkta valutapositioner. Valutapositioner tas både i syfte att öka avkastningen och minska risken i totalportföljen. Till riskklassen Inflation hör investeringar i skog, fastigheter och realobligationer.

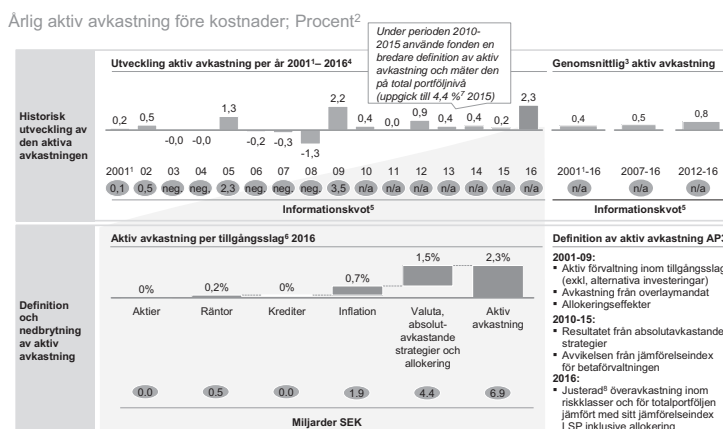
I nedre delen av figur 5.7 framgår att totalportföljens genomsnittliga årliga riskjusterade avkastning (mätt med en s.k. Sharpekvot) var 0,6 under perioden 2001–2016, 0,6 under tioårsperioden 2007–2016, 1,8 under femårsperioden 2012–2016 samt 1,6 under 2016. Sharpekvoten anger hur mycket avkastning fonden genererat i förhållande till den risk som tagits under tidsperioden. En hög Sharpekvot är eftersträfvansvärt.

Aktiv förvaltning

Tredje AP-fonden har under åren utvecklat sin förvaltningsmodell och har till följd av det även ändrat sin definition av aktiv förvaltning. I syfte att underlätta en jämförelse mellan fondens nuvarande och tidigare definitioner har dessa justerats i McKinseys rapport. Det innebär exempelvis att definitionen från 2016 ändrats så att den tar hänsyn till riskskillnader mellan fonden och den långsiktiga statiska portföljen (LSP) som utgör jämförelsemåttet för den aktiva förvaltningen.

Med hänsyn till ovanstående förutsättningar har Tredje AP-fondens aktiva årliga avkastning i genomsnitt varit 0,4 procent av likvidportföljen under 2001–2016 och 0,8 procent under 2012–2016. Under 2016 uppgick den aktiva avkastningen till 2,3 procent. En bakomliggande orsak till resultatet var riskklassen valuta, absolutavkastande strategier och allokering som bidrog med 1,5 procentenheter.

Figur 5.8 Tredje AP-fondens aktiva avkastning 2001–2016



1 Juli 2001; 2 Beräknas mot likvidportföljen som bas; 3 Genomsnitt (aritmetiskt medelvärde) av den årliga aktiva avkastningen; 4 För 2010-2015 definieras procentuell årlig aktiv avkastning som den aktiva avkastningen (beräknat som summan av den dagliga avkastningen) i förhållande till medel av ingående och utgående balans; 5 Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett; 6 Annualiserad informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar; 7 Beräknas genom överavkastningen från jämförelseindex för varje tillgångsslag; 8 Den aktiva avkastningen mäts genom att jämföra fondens totalavkastning med avkastningen från ett lågkostnadsindex, en långsiktig statisk portfölj (LSP), som på sikt ska avkastat 4,0 % realt; 9 Avkastningen för jämförelseindex justeras per tillgångsslag med en hänsyn till eventuella riskbidragen (mätt i volument) mellan AP3 och LSP. För 2016 var den totala justeringsfaktorn 0,6 %

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från Tredje AP-fonden)

Tredje AP-fonden har ett långsiktigt reall avkastningsmål på 4,0 procent per år. Målet bedöms ge en bra balans mellan stabilitet i pensionssystemet på lång sikt och begränsa risken för värdefall i fondförmögenheten på kort sikt.

I den högra delen av figur 5.7 framgår att fondens årliga avkastning efter kostnader var 10,9 procent under den senaste femårsperioden (2012–2016), 5,7 procent under tioårsperioden (2007–2016) och 6,1 procent under perioden 2001–2016. Detta innebär att Tredje AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsmål under samtliga nämnda perioder. Fondens avkastning efter kostnader har även varit högre än inkomstindex under samtliga nämnda perioder.

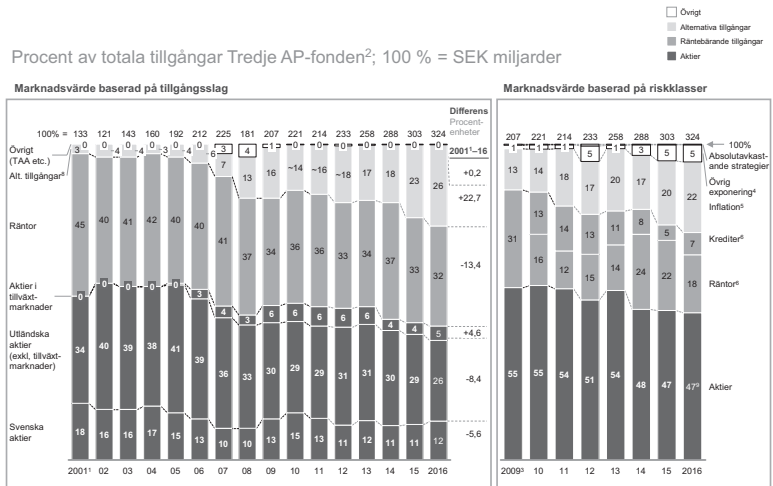
Investeringsprocess och strategi

Tredje AP-fondens förvaltningsmodell bygger på en investeringsfilosofi där risktagande, riskspridning, prognosförmåga och tidsdiversifiering är ledord som implementeras genom dynamisk allokering. Syftet med modellen är att öka sannolikheten för att uppnå fondens övergripande målsättning genom att minska risken för stora negativa utfall. Allokeringen inkluderar både lång- och medelfristiga beslut. Fokus ligger på totalportföljens avkastning och risk. Tredje AP-fonden delar in allokeringen i riskklasser i stället för tillgångsslag där varje riskklass representerar en viss underliggande risk som aktier, räntor och krediter etc.

Förvaltningsmodellens särdrag möjliggör långsiktighet och flexibelt agerande. Styrelsen fattar beslut om exponeringsintervall för olika riskklasser. Därefter har verkställande direktör mandat att implementera och förvalta portföljens risk inom de beslutade exponeringsintervallen. Implementeringen sker främst genom fondens betaportfölj och alternativa investeringar.

Portföljen

Tredje AP-fondens portfölj baserat på tillgångsslag bestod vid 2016 års slut av 43 procent aktier, 32 procent räntebärande tillgångar och 26 procent alternativa tillgångar. Motsvarande fördelning utifrån riskklasser är 47 procent aktier, 18 procent räntor, 7 procent krediter, 22 procent inflation och 5 procent absolutavkastande strategier. Årets förändringar följer i huvudsak trenden från de närmaste åren då andelen i riskklass inflation ökat något samtidigt som riskklassen räntor minskats.



Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från Tredje AP-fonden)

Kostnader

Tredje AP-fondens interna kostnader (rörelsekostnader) har de senaste fem åren ökat från 183 miljoner till 186 miljoner kronor, motsvarande två procent. Personalkostnaderna steg med tre procent och övriga kostnader sjönk med två procent, detta trots att kostnader för marknadsinformation och it samtidigt ökat och kronan försvagats (knapp 60 procent av övriga kostnader faktureras i utländsk valuta). Sett i relation till fondkapitalet har rörelsekostnaderna minskat från drygt 0,08 procent till 0,06 procent under perioden.

De externa förvaltningskostnaderna har däremot ökat från 119 miljoner till 180 miljoner kronor under femårsperioden. Den främsta förklaringen till kostnadsökningen är växelkursens utveckling där dollarn mot kronan gått från 6,5 kronor per dollar till 9,01. Mer än 80 procent av avgifterna är prissatta i utländsk valuta, i huvudsak dollar. Avgifterna för externa mandat är baserade på förvaltat volym men beror också på geografisk marknad och om förvaltningen är aktiv eller passiv. Sammansättningen av externa mandat har samtidigt ändrats där större passiva mandat numera förvaltas internt medan förvaltningen i tillväxtmarknader har lagts om till mer aktiva, hållbarhetsinriktade mandat.

De totala kostnaderna, dvs. externa och interna förvaltningskostnader, har ökat med 21 procent samtidigt som fondkapitalet ökat med 40 procent. Sett som andel av förvaltat kapital innebär detta en minskning från 0,14 procent till 0,12 procent.

Tabell 5.6 Tredje AP-fondens kostnader och antal anställda

Skr. 2016/17:130

<i>Miljoner kronor</i>	2012	2013	2014	2015	2016
Interna kostnader	183	174	178	192	186
Personalkostnader	117	110	120	115	121
Lokalkostnader	10	10	10	10	11
Köpta tjänster	13	11	11	21	11
Informations- och datakostnader	36	36	30	39	36
Övrigt	7	7	7	7	7
Externa förvaltningskostnader ²⁰	119	155	162	171	180
Summa	302	329	340	363	366
Förvaltningskostnadsandel %	0,14	0,13	0,12	0,12	0,12
Antal anställda ²¹	56	53	57	51	57
Andel kvinnor %	36	32	35	33	37

Källa: Tredje AP-fondens årsredovisningar

Externa förvaltningskostnader minskas successivt genom internalisering av förvaltningsmandat. Första–Fjärde AP-fonderna har inrättat ett särskilt samverkansråd för att tillse att fonderna fortsätter att samarbeta inom områden där kostnadsfördelar kan erhållas, t.ex. gemensamma upphandlingar. Tredje AP-fonden deltar i CEM:s kostnadsbenchmarking sedan många år för att utvärdera kostnadseffektivitet i jämförelse med utländska fonder vilket visar att Tredje AP-fonden, vid den senaste tillgängliga analysen 2015, låg 35 procent lägre än snittet för jämförelsegruppen. Fonden arbetar löpande med att säkra kostnadseffektivitet genom omförhandlingar av avtal och genom att bygga kompetens internt så att extern expertis i mindre utsträckning behöver anlitas. Under 2016 beslutade Tredje AP-fonden att flytta till mindre lokaler för att begränsa effekten av hyresuppgången i Stockholm över tid.

Hållbarhet och ägarstyrning

Tredje AP-fonden anser att välskötta bolag över tid ger högre avkastning till lägre risk. ESG utgör såväl risker som möjligheter och hållbarhetsanalys är väl integrerad i den löpande förvaltningsverksamheten. Tredje AP-fondens övergripande hållbarhetsstrategi är både proaktiv och reaktiv och består av tre delar: *Riskdiversifiering* (via portföljdiversifiering och avser ekonomisk risk), *Riskbegränsning* (via ägarstyrning och engagemang i fondens egen regi, t.ex. 100 brev till bolag om koldioxid och via Etikrådet) och *Riskeliminering* (via utslutning). Hållbarhetsstrategin anpassas efter tillgångsslag, förvaltningsstrategi och mandat samt storlek på ägande och

²⁰ Exklusive prestationsbaserade arvoden.

²¹ Vid årets slut.

exponering. Tredje AP-fonden har formaliserade processer såsom kvantitativ och kvalitativ analys respektive positiv och negativ screening. Inom fondens portföljstrategiavdelning arbetar två personer som har ett övergripande ansvar för ägarfrågor och utveckling inom hållbarhet. Advisory Group Hållbarhet där förvaltare och investeringschef ingår hanterar risker/möjligheter i portföljen och bidrar till ökad insikt och kunskap inom ESG-området. Inom aktiv ägarstyrning deltar fonden i nomineringskommittéer, röstar aktivt för sina svenska och utländska aktieinnehav och engagerar sig i de flesta större ägarstyrningsfrågorna. Under året genomfördes en väsentlighetsanalys och intressentdialoger i syfte att utveckla och utvärdera hållbarhetsarbetet samt förbättra och tydliggöra kommunikationen kring detta.

Risk- och kontrollverksamhet

Tredje AP-fondens risk och kontrollverksamhet består av gruppen Riskkontroll och Avkastningsanalys samt Compliance officer. Riskkontroll och Avkastningsanalys är oberoende i förhållande till kapitalförvaltningen. Gruppen, som bestod av fem medarbetare vid slutet av 2016, ansvarar för riskkontroll, limitkontroll, avkastningsanalys och värdering. Chefen för riskkontroll och avkastningsanalys rapporterar till fondens Risk & Administrationschef och finanschef. Risk & Administrationschefen utgör informationskanal för riskrapportering till ledningen och styrelsen. Fonden har även en riskkommitté (RMC) som sammanträder 1 gång per månad. RMC behandlar motparter, nya investeringar, instrument, mandat, incidenter, exponeringar, operativ riskanalys och bereder riskfrågor för revisionsutskottet och styrelsen. I RMC ingår verkställande direktör, Risk & Administrationschef, Chef riskkontroll, Compliance officer, investeringschef samt cheferna inom kapitalförvaltningen. Riskfunktionen har även genom Risk & Administrationschefen en bevakningsfunktion i fondens allokeringsskommitté. Compliance officer är en oberoende funktion som rapporterar till verkställande direktör och även till styrelsen vid behov. Som nämnts ovan kan även Risk & Administrationschef rapportera direkt till styrelsen. Fonden har som del av kontrollverksamheten en extern internrevision (sedan 2011) där styrelsens revisionsutskott årligen avropar internrevision för olika områden inom fonden. Under året har rapporteringsvägen för Compliance officer ändrat från Risk & Administrationschef till verkställande direktör. Efter årsskiftet har gruppen för riskkontroll och avkastningsanalys utökats med två personer som har särskild kompetens inom fondens affärssystem.

5.4 Fjärde AP-fonden

Regeringens bedömning: Fjärde AP-fonden har infriat rollen att hantera nettoflödet mellan in- och utbetalningarna i inkomstpensionssystemet så som avsett.

Fonden har bidragit till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering samt aktivt arbetat med hållbarhetsfrågor. Sammantaget har Fjärde AP-fonden infriat regeringens förväntningar på fonden.

Sammanfattning

Under 2016 överförde Fjärde AP-fonden 6,6 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Netto uppgår fondens ackumulerade överföringar till 25,5 miljarder kronor sedan 2001.

Fjärde AP-fonden har bidragit till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Under 2016 uppgick fondens avkastning till 30,5 miljarder kronor efter kostnader, vilket motsvarar 10,0 procent. Den genomsnittliga avkastningen sedan 2001 har uppgått till 6,3 procent, vilket mer än väl överstiger inkomstindex som ökat med 3,0 procent per år under samma period. På hållbarhetsområdet har fonden varit en pionjär inom lågkoldioxidstrategier sedan 2012. I syfte att sänka klimatriskerna i tillgångarna var fonden även en av grundarna till Portfolio Decarbonization Coalition (PDC).

Tabell 5.7 Fjärde AP-fondens resultat

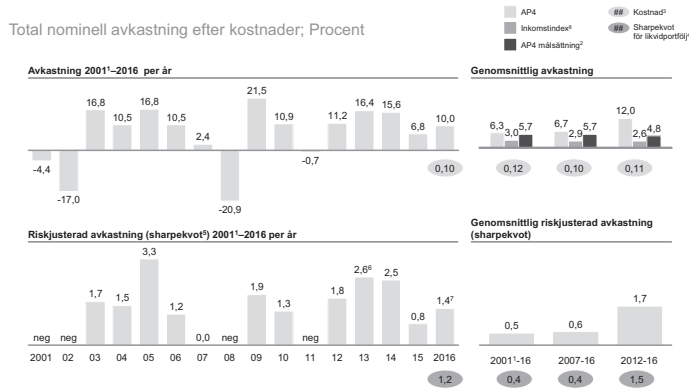
<i>Miljarder kronor</i>	2012	2013	2014	2015	2016
Ingående fondkapital	210,0	229,6	259,7	294,9	310,0
Överföringar	-3,8	-6,9	-5,1	-4,9	-6,6
Årets resultat	23,4	37,0	40,2	20,1	30,5
Utgående fondkapital	229,6	259,7	294,9	310,0	333,9
Årets förändring	19,6	30,1	35,2	15,1	23,9
<i>Procent</i>					
Avkastning före kostnader	11,3	16,5	15,8	6,9	10,1
Avkastning efter kostnader	11,2	16,4	15,7	6,8	10,0

Källa: Fjärde AP-fondens årsredovisningar

Fondkapital och resultat

Fjärde AP-fondens resultat efter kostnader uppgick till 30,5 miljarder kronor 2016, vilket motsvarar en avkastning på 10,0 procent. Under året överfördes 6,6 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Sammantaget ökade fondkapitalet med 23,9 miljarder kronor till 333,9 miljarder kronor. I figur 5.10 redovisas Fjärde AP-fondens totala avkastning efter kostnader sedan 2001. Som framgår i figurens högra del uppgick den genomsnittliga avkastningen efter kostnader till 6,3 procent per år under perioden 2001–2016, vilket kan jämföras med inkomstindex som i genomsnitt ökat med 3,0 procent per år under samma period.

Figur 5.10 Fjärde AP-fondens totala avkastning



1 1 juli 2001

2 Fjärde AP-fondens genomsnittliga mätställning är 4,5 % real avkastning över en 10-årsperiod. Den genomsnittliga årliga inflationen under 2001-15 har varit -1,1 % baserat på inflationstakt mått månadsvis från SCB

3 Provision- och rörelsekostnader som andel av genomsnittet av årets ingående och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)

4 Likvidportföljen omfattar placeringstillgångar exkl. investeringar i alternativa tillgångar, insk. PE och fastigheter, samt högavkastande räntebärande tillgångar

5 Sharpekvot för den totala portföljen, inklusive noterade samt onoterade tillgångar. Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel för 2001-10, 2-årig svensk statsobligation för 2011-13, 3-årsnot på svenska statens-kurvan (YCOT0021) för 2014-16 samt anläggande om 260 handelsdagar

6 Avviker från redovisad sharpekvot om 2,8

7 Avviker från redovisad sharpekvot om 1,5 drivet av skillnader mellan beräkning över kalenderår respektive 260 handelsdagar

8 Inkomstindex från första januari 2001

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från Fjärde AP-fonden, Riksbanken och SCB)

Fondens totala avkastning uppgick till 10,1 procent före kostnader under 2016. Störst bidrag till avkastningen gav aktier med 5,5 procentenheter (varav globala aktier 3,3 och svenska aktier 2,3), valuta 2,3 procentenheter, fastigheter (1,6 procentenheter) och räntebärande tillgångar (0,8 procentenheter). Under 2016 lämnade samtliga delpportföljer positiva bidrag till totalavkastningen. Av förvaltningsresultatet på 30,9 miljarder kronor före kostnader var 3,2 miljarder kronor hänförligt till den strategiska och den taktiska förvaltningen.

I nedre delen av figur 5.10 framgår att totalportföljens genomsnittliga årliga riskjusterade avkastning (mätt med en s.k. Sharpekvot) var 0,5 under perioden 2001–2016, 0,6 under tioårsperioden 2007–2016, 1,7 under femårsperioden 2012–2016 samt 1,4 under 2016. Sharpekvoten anger hur mycket avkastning fonden genererat i förhållande till den risk som tagits under tidsperioden. En hög Sharpekvot är eftersträvsvärt.

Aktiv förvaltning

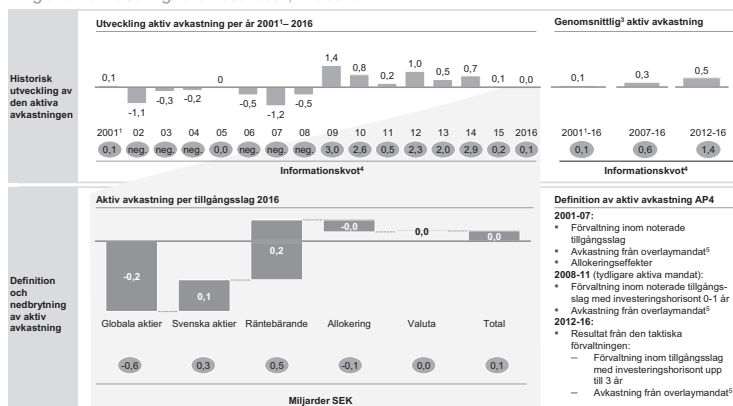
Fjärde AP-fonden har sedan 2001 ändrat definitionen av vad som ingår i den aktiva avkastningen flera gånger. Mellan 2001 och 2007 ingick förvaltning inom noterade tillgångsslag, avkastning från overlaymandat och allokeringseffekter. Åren 2008–2011 ingick avkastningen från overlaymandat men avkastningen från allokeringseffekter exkluderades samtidigt som noterade tillgångsslag ingick om de hade en investeringshorisont på 0–1 år. Sedan 2012 gäller en definition som utgår från den taktiska förvaltningen och inkluderar förvaltning inom tillgångsslag med en investeringshorisont på 0–3 år samt avkastning från overlaymandat.

Givet ovanstående förutsättningar har Fjärde AP-fondens aktiva årliga avkastning före kostnader varit 0,1 procent av likvidportföljen 2001–2016 och 0,5 procent 2012–2016. Under 2016 var den aktiva avkastningen 0 procent, vilket kan härledas till räntebärande tillgångar

som bidrog positivt med 0,2 procentenheter och globala aktier som bidrog negativt med -0,2 procentenheter. Skr. 2016/17:130

Figur 5.11 Fjärde AP-fondens aktiva avkastning 2001–2016

Årlig aktiv avkastning före kostnader; Procent²



¹ 1 juli 2001

² Beräknas mot noterade tillgångar som bas 2001-11. Från och med 2012 beräknas den aktiva avkastningen mot den taktiska portföljen som bas

³ Genomsnitt (aritmetiskt medelvärde) av den dagliga aktiva avkastningen

⁴ Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett. Annualiserad informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar

⁵ Utövers av aktiv valutaförvaltning samt taktisk allokering

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från Fjärde AP-fonden)

Uppföljning av styrelsens avkastningsmål

Fjärde AP-fonden har som mål att totalavkastningen på lång sikt ska uppgå till 4,5 procent realt per år i genomsnitt. Målet är satt utifrån en bedömning av vad som krävs för att nuvarande pensionssystemets tillgångar och skulder ska vara i balans över en 40-årsperiod.

I den högra delen av figur 5.10 framgår att fondens årliga avkastning efter kostnader var 12,0 procent under den senaste femårsperioden (2012–2016), 6,7 procent under tioårsperioden (2007–2016) och 6,3 procent under perioden 2001–2016. Detta innebär att Fjärde AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsmål under samtliga nämnda perioder. Fondens avkastning efter kostnader har varit högre än inkomstindex under samtliga nämnda perioder.

Investeringsprocess och strategi

Sedan 2013 använder Fjärde AP-fonden en förvaltningsstrategi som syftar till att tillvarata fondens förutsättningar att vara en långsiktig investerare. Detta görs genom att dela upp olika investeringsbeslut baserat på investeringshorisont. På mycket lång sikt, med en horisont på 40 år, arbetar fonden med en Normalportfölj. Denna baseras på en analys av fondens tillgångar och dess åtagande i pensionssystemet och beslutas av styrelsen. I syfte att komplettera Normalportföljen har fondens styrelse delegerat mandat till verkställande direktör för strategiska och taktiska förvaltningsbeslut. Den strategiska förvaltningen, med investeringshorisont på 3–15 år, baseras på medelfristig marknads- och portföljanalys. Strategisk förvaltning utgörs av allokering mellan olika tillgångsslag, durationsbeslut och valutaexponering samt beslut om investering i mindre likvida tillgångar såsom fastigheter, svenska

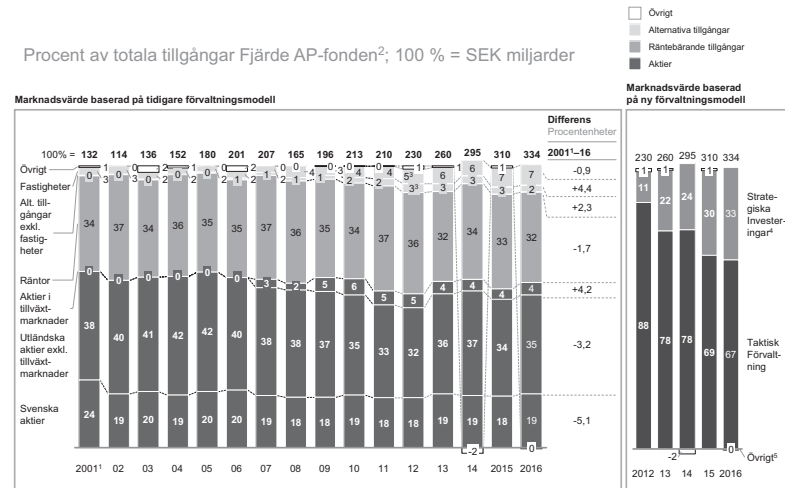
noterade småbolagsaktier, hållbarhets- och riskkapitalfonder. Utöver detta bedrivs förvaltning även på taktisk nivå med en investerings- och utvärderingshorisont på upp till 3 år. Den taktiska förvaltningen innebär investeringsbeslut avseende enskilda värdepapper och uppdraget är delegerat till enskilda portföljförvaltare.

Fjärde AP-fonden beslutar även om tillgångar ska förvaltas aktivt eller passivt samt om förvaltningen ska ske internt eller med hjälp av externa förvaltare. Analys kring dessa vägval baseras bl.a. på kostnadseffektivitet, diversifiering, marknadens ineffektivitetsgrad, tillgänglig kompetens och hållbarhetsaspekter. För närvarande pågår en översyn och utveckling av Fjärde AP-fondens portföljstruktur och investeringsprocess. Projektet syftar till att ytterligare öka förmågan att dra fördel av potentialen i det lagstadgade placeringsreglementet genom stärkt helhetsgrepp på portföljen, utnyttjande av mandatets långsiktighet och ett bredare risktagande.

Portföljen

Fjärde AP-fondens portfölj bestod vid 2016 års slut av 58 procent aktier, 32 procent räntebärande tillgångar, 9 procent alternativa tillgångar (inklusive fastigheter), vilket i stort är oförändrat jämfört med föregående årsskifte.

Figur 5.12 Fjärde AP-fondens faktiska tillgångsallokering



1 Avser 1 juli 2001
 2 Den faktiska allokeringen den 31 december varje år
 3 Tillgångsallokeringen till fastigheter samt andra alternativa tillgångar 2012 är ej helt jämförbar med 2011 då fastighetsinvesteringar motsvarande SEK 900miljoner klassificerades om från alternativa tillgångar till fastigheter vid årsskiftet 2011/12
 4 Omfattar fastigheter, svenska strategiska aktier, aktier i tillväxtmarknader, private equity, ESG-investeringar, absolutavkastande strategier, högavkastande räntebärande
 5 Omfattar bland annat passiv förvaltning, allokering och valuta

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från Fjärde AP-fonden)

Kostnader

De senaste fem åren har Fjärde AP-fondens kostnader, mätt som andel av genomsnittligt förvaltad kapital, legat stabilt på 0,10-0,11 procent. Under samma period har kapitalet i genomsnitt ökat med 10 procent per år, vilket även motsvarar den genomsnittliga årliga kostnadsökningen uttryckt i kronor. Ökningen är i princip hänförlig till externa

förvaltningsarvoden, vilka har ökat som ett medvetet strategival för att ytterligare bredda och förbättra portföljens potential. Skr. 2016/17:130

De interna kostnaderna har under samma period i genomsnitt ökat med 1,7 procent per år, vilket främst drivits av större krav kring riskkontroll och regelefterlevnad, ett beslut från 2012 att göra AP-fonderna momspliktiga samt en stark utveckling av dollar som är den valuta som gäller för en stor del av kostnaderna. Lågekoldioxidstrategierna har även inneburit högre indexkostnader. En effektivisering inom administrationen med en minskning av antal anställda med 26 procent de senaste två åren har bidragit till lägre kostnader.

Tabell 5.8 Fjärde AP-fondens kostnader och antal anställda

<i>Miljoner kronor</i>	2012	2013	2014	2015	2016
Interna kostnader	179	187	195	197	195
Personalkostnader	109	116	125	124	117
Lokalkostnader	11	12	12	12	12
Köpta tjänster	17	11	9	7	11
Informations- och datakostnader	35	40	41	43	46
Övrigt	7	8	8	11	9
Externa förvaltningskostnader ²²	39	90	101	128	132
Summa	218	277	296	325	327
Förvaltningskostnadsandel %	0,10	0,11	0,11	0,11	0,10
Antal anställda ²³	49	55	54	55	54
Andel kvinnor %	29	36	35	38	35

Källa: Fjärde AP-fondens årsredovisningar

Under inledningen av 2017 har Fjärde AP-fonden flyttat till mindre lokaler vilket minskar lokalkostnaderna med 21 procent. Fortsatt ökad andel intern förvaltning, översyn av systemstöd och informationstjänster, rationalisering av antal ratinginstitut och en pågående översyn av indexkostnader förväntas enligt fonden bidra till ytterligare stärkt kostnadseffektivitet framöver.

Hållbarhet och ägarstyrning

Fjärde AP-fonden fokuserar på att integrera hållbarhet i den dagliga förvaltningen av tillgångarna för att över tid minska risker i investeringarna och fånga avkastningspotential. Fonden är sedan 2012 en pionjär inom lågekoldioxidstrategier för att sänka klimatriskerna i tillgångarna och var också en av grundarna till Portfolio Decarbonization Coalition (PDC). Lågekoldioxidstrategier utgjorde 24 procent av den globala aktieportföljen vid slutet av 2016. Sedan 2013 är fonden även

²² Exklusive prestationsbaserade arvoden.

²³ Vid årets slut.

investerare och aktiv för att utveckla marknaden för gröna obligationer när de möter fondens krav på lönsamhet och hållbarhet.

Under 2016 fattade Fjärde AP-fonden affärsbeslutet att sälja tobaksbolagen i portföljen, eftersom fonden bedömer att investeringsrisker förknippade med tobak, bl.a. hälsorisker, samhällskostnader och ökade regleringar är felprissatta och att tobaksbolagens värderingar är för höga. Inom fokusområdet Ägarstyrning arbetar Fjärde AP-fonden för att bolag ska skötas hållbart, ansvarsfullt och så effektivt som möjligt. Ägaransvar tas bl.a. genom arbete i svenska valberedningar (27 stycken 2016) med målsättningen bästa möjliga styrelse för respektive bolag samt med fokus på ökad mångfald och fler kvinnor i styrelserna, samt genom att rösta på bolagsstämmor (100 svenska och 798 utländska under 2016). Första- Fjärde AP-fonderna samarbetar inom det gemensamma Etikrådet för att påverka bolag till förbättringar inom bl.a. hållbarhet. Det löpande arbetet omfattar förebyggande och reaktiva dialoger med utländska bolag, ca 300 dialoger 2016, branschprojekt, internationella samarbeten och initiativ.

Fjärde AP-fonden har arbetat länge med att ta hänsyn till hållbarhetsaspekter i investeringsarbetet, och har en stark övertygelse att hållbarhetsfrågor har en central roll för att korrekt kunna bedöma avkastningspotential och risk för olika investeringsalternativ. Fjärde AP-fonden har också fått positiv uppmärksamhet och flera utmärkelser både i Sverige och internationellt för fondens förvaltnings- och hållbarhetsarbete och för dess rapportering. Integration av hållbarhet i investeringsverksamheten är ett arbete under ständig utveckling där också betydelsen av olika hållbarhetsfaktorer förändras i snabb takt. Av detta skäl bedriver Fjärde AP-fonden ett utvecklingsprojekt för att uppdatera fondens hållbarhetspolicy samt etablera ett nytt ramverk för hur en breddad syn på hållbarhet ska integreras i hela fondens verksamhet.

Risk- och kontrollverksamhet

Under 2016 har Fjärde AP-fonden tagit flera steg i vidareutvecklingen av fondens risk- och kontrollverksamhet. Styrelsen tillsatte ett revisionsutskott med uppgift att övervaka den externa finansiella rapporteringen och effektiviteten i fondens interna kontroll. Under året skapades även en ny enhet för regelefterlevnad (s.k. Compliance), vilken nu är separerad från Riskkontrollavdelningen och direkt underställd verkställande direktör. Compliance-funktionen granskar verksamheten utifrån regelefterlevnad av lagar, förordningar och andra föreskrifter, policyer, instruktioner och interna regler inklusive etiska riktlinjer. Under 2016 har fondens process för operativa risker utvecklas. Det pågår även en genomgång av samtliga huvudprocesser för att bedöma risker och deras eventuella påverkan på fondens verksamhet.

Regeringens bedömning: Den nya strategi som implementerades 2011 förefaller har varit välgrundad och medfört en klar förbättring för fondens resultat. Fondens arbete med hållbarhetsfrågor ligger också i linje med regeringens förväntningar. Sammantaget anser regeringen att Sjätte AP-fondens arbete är på rätt väg. Utvärdering av fondens resultat görs under en längre tidsperiod varför diskussionen kring måluppfyllelsen av fondens egna mål bör fortsätta.

Skälen för regeringens bedömning

Sammanfattning

Sjätte AP-fonden är en av buffertfonderna, men är till skillnad från de övriga stängd. Detta innebär att Sjätte AP-fonden inte omfattas av rollen att hantera nettoflöden mot inkomstpensionssystemet. Fondens uppdrag regleras i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Fondens mål är att skapa långsiktigt hög avkastning med tillfredsställande riskspridning genom investeringar på den onoterade riskkapitalmarknaden.

Fondens resultat har förbättrats sedan 2012. Avkastningen har överstigit inkomstindex men inte nått upp till de av styrelsen fastställda avkastningsmålen. Den nuvarande strategin antogs av styrelsen 2011 och innebär att investeringarna fokuseras mot mogna bolag. Investeringar i tidig fas görs endast indirekt via fonder och i mer restriktiv omfattning än tidigare.

Tabell 5.9 Sjätte AP-fondens resultat

<i>Miljarder kronor</i>	2016	2012–2016	2007–2016	1997–2016
Ingående fondkapital	26,4	18,5	17,2	10,4
Överföringar	0	0	0	0
Periodens resultat	1,7	9,6	10,9	17,7
Utgående fondkapital	28,1	28,1	28,1	28,1
<i>Procent</i>				
Avkastning efter kostnader	6,5	8,7	5,1	5,1
Avkastningsmål ¹	10,5	18,9	9,6	12,4
Avkastningsmål tidigare def. ²	4,0	4,9	5,8	6,7

¹ Nytt avkastningsmål sedan 2012: SIX Nordic 200 Cap GI (gamla SHB Nordix All-Share) + riskpremie om 2,5% baserat på fondens riskprofil och kassaallokering

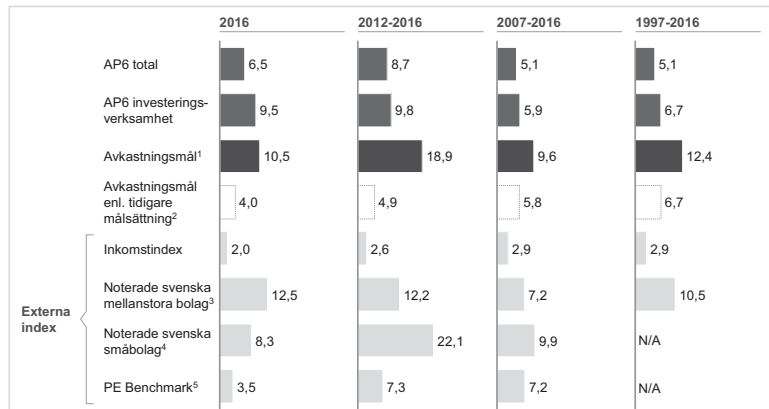
² Baserat på den målsättning som användes 2003–2011: 4,5 % plus reporänta. Före 2003 var målet ett börsindex. Under 2016 var reporäntan -0,48%, under 2012–2016 var reporäntan 0,43%, under 2007–2016 var reporäntan 1,26% samt under 1997–2016 var reporäntan 2,24%.

Sjätte AP-fondens arbete med hållbarhet och ägarstyrning hade under 2016 tre olika fokusområden: jämställdhet, mångfald och klimat. Inom ramen för dessa områden har ett antal aktiviteter anordnas. Fonden har även arbetat med analyser och vägledningar och en särskild mall har tagits fram till stöd för analyser av fondmarknadens arbete med hållbarhet. Sjätte AP-fonden har även tagit en aktiv roll i ägarstyrning av de bolag som fonden investerar i.

Sjätte AP-fondens resultat uppgick till 1,7 miljarder kronor 2016 (2,9 miljarder kronor året innan). Detta motsvarar en nominell avkastning på 6,5 procent (12,2 procent året innan). Sedan fonden bildades 1996 har fondkapitalet ökat med 17,7 miljarder kronor, från 10,4 miljarder till 28,1 miljarder kronor. Detta motsvarar en total värdetillväxt sedan starten på 170 procent och en årlig genomsnittlig tillväxt på 5,1 procent.

Figur 5.13 Sjätte AP-fondens totala avkastning

Genomsnittlig årlig avkastning efter totala kostnader; Procent



¹ Nytt avkastningsmål sedan 2012: SIX Nordic 200 Cap GI (gamla SHB Nordic All-Share) + riskpremie om 2,5 % baserat på fondens riskprofil och kassaallokering
² Baserat på den målsättning som användes 2003-11: 4,5 % plus reporänta. Före 2003 var målet ett börsindex. Under 2016 var reporäntan -0,48 %, under 2012-2016 var reporäntan 0,43 %, under 2007-2016 var reporäntan 1,26 % samt under 1997-2016 var reporäntan 2,24 %
³ Total avkastning för MSCI Swedish Mid cap (för svenska mellanstora bolag)
⁴ Total avkastning för MSCI Swedish Small cap (för svenska småbolag)
⁵ Total avkastning för Burgiss PE Europe All (visar avkastningen för en medianfond i Europa inom samtliga PE-strategier, för att vara rättvisande har detta benchmark justerats för ett likviditetsbehov om 10 %, således består resultat till 90 % av utvecklingen av onoterade tillgångar och 10 % av OMX I-BII)

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från Sjätte AP-fonden)

Sjätte AP-fondens verksamhet har sedan starten 1996 genomgått flera förändringar. År 2011 genomfördes omfattande förändringar i styrelsen, ledningen och organisationsstrukturen. Verksamheten fick också en tydligare strategisk inriktning. Strategin innebär att AP-fondens investeringar fokuseras på det s.k. buyout-segmentet (mogna bolag) där marknadens, liksom AP-fondens, historik när det gäller avkastning gör det rimligt att förvänta sig en god avkastning framöver. Under 2016 fortsatte det förändringsarbete som påbörjades 2011.

Avkastningen för 2016 uppgick till 6,5 procent. Sjätte AP-fondens avkastningsmål sedan 2011 är att följa genomsnittsavkastningen för ett nordiskt jämförelseindex (SIX Nordic 200 CAP GI), med påslag för en riskpremie för onoterade bolag om 2,5 procent (rullande femårsperiod). Det innebär att fonden inte nått upp till styrelsens avkastningsmål under någon av utvärderingsperioderna (se figur 5.13). Det bör dock noteras att jämförelsen för perioden före 2012 är mindre relevant på grund av den nya investeringsstrategin som infördes 2012.

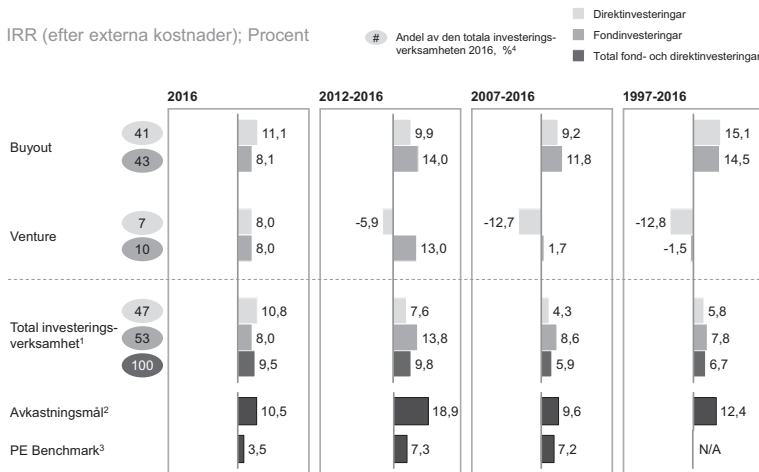
Det bör även noteras att Sjätte AP-fonden för samtliga tidsperioder väl har överträffat inkomstindex – det index som utgör benchmark för buffertfonderna i förhållande till inkomstpensionssystemet. Sjätte AP-fonden har därmed bidragit till den långsiktiga finansieringen av till-

gångssidan i inkomstpensionssystemet, även om fonden är sluten och inte är en del av flödet inom inkomstpensionssystemet i övrigt. Skr. 2016/17:130

Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet

Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet ger i ett avkastningsperspektiv en splittrad bild, eftersom avkastningen inom de olika marknadssegmenten har varierat kraftigt. Det mogna marknadssegmentet har generellt presterat bra avkastning för perioden 1997–2016 vilken var 15,1 procent för direktinvesteringar i företag och 14,5 procent för fondinvesteringar. För tioårsperioden 2007–2016 uppgick avkastningen till 9,2 procent för direktinvesteringarna och 11,8 procent för fondinvesteringarna. För femårsperioden 2012–2016 var motsvarande siffror 9,9 respektive 14,0 procent och för 2016 var de 11,1 respektive 8,1 procent. Direktinvesteringar utvecklades mycket starkt under 2016, vilket bidrog till att dessa över perioden sedan fondens start har avkastat något bättre än fondinvesteringar.

Figur 5.14 Sjätte AP-fondens resultat och fondkapital per affärsområde



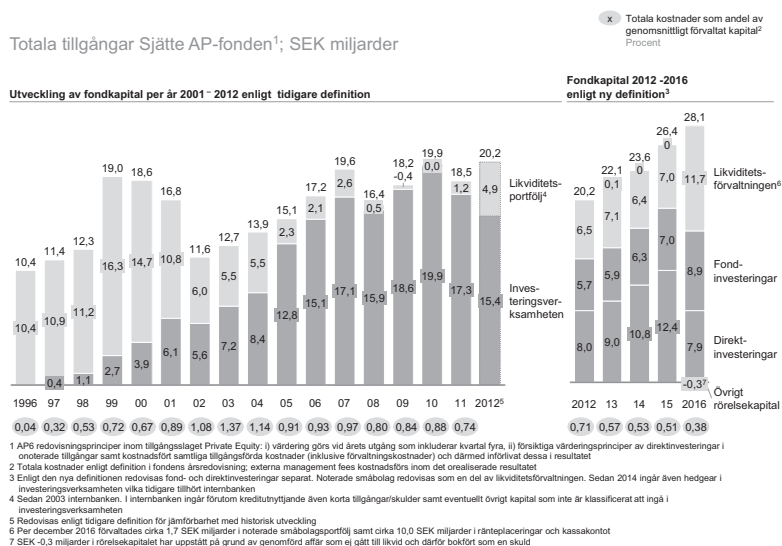
¹ Från och med 2012 inkluderas endast investeringar i direkt- samt fondinvesteringar (ej noterade småbolag) i investeringsverksamheten. Den historiska analysen utgår från denna definition (noterade småbolag är ej inkluderade)
² Nytt avkastningsmål sedan 2012: SIX Nordic 200 Cap GI (gamla SHB Nordic All-Share) + riskpremie om 2,5 % baserat på fondens riskprofil och kassaallokering
³ Nytt benchmark sedan 2016: 80 % Burgas PE Europe All, 10 % OMX T-Bill
⁴ Exklusive kvarvarande utlåst kapital om cirka SEK 11 miljarder (SEK -10,7 miljarder till Fondinvesteringar samt SEK -0,3 miljarder till Direktinvesteringar)

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från Sjätte AP-fonden)

I affärsområdet venture capital (expansionsbolag) har utvecklingen varit negativ för i stort sett alla perioder förutom under 2016, då avkastningen uppgick till 11,1 procent för direktinvesteringar och 8,1 procent för fondinvesteringar. Dessutom är avkastningen positiv, 13,0 procent, för fondinvesteringar inom venture capital för femårsperioden 2012–2016. Fondinvesteringar i expansionsbolagen klarar sig generellt bättre än direktinvesteringar och är svagt positiv för tioårsperioden och svagt negativ sedan start.

Faktaruta Värdering av onoterade aktier

Enligt lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden ska fondens placeringstillgångar marknadsvärderas. Sjätte AP-fondens redovisning, och regeringens utvärdering av fondens onoterade portfölj, baseras på IPEV:s riktlinjer (International Private Equity & Venture Capital Valuation Board). Principiellt gäller att värderingen ska avspegla verkligt värde. Det finns olika metoder för att fastställa verkligt värde beroende på vilken information som finns tillgänglig. Den vanligaste värderingsmetoden, som också är den metod som Sjätte AP-fonden använder mest, är multipelvärdering mot s.k. "peer groups". Dessa utgörs av ett kluster av liknande bolag, oftast noterade, som påminner om bolaget som ska värderas. De multiplar som är vanligast förekommande vid dessa värderingar är EV/Sales och EV/EBITDA. Värdering till synlig substans är en annan metod som ofta tillämpas på mer tillgångsintensiva bolag. Vid en sådan värdering görs inte någon direkt bedömning av bolagens framtida intjäningsförmåga. Utifrån synlig substans görs i stället en bedömning av behovet av en rabatt eller premie beroende på hur motsvarande noterade bolag (peers) värderas. Värdering enligt senaste finansieringsrundan kan också utgöra en del i bedömningen. Riktas en materiell del av rundan utanför befintlig ägarkrets så utgör denna värdering ofta en central del i bedömningen av det verkliga värdet. I kombination med värderingsmetoderna ovan används ofta en modell där framtida diskonterade kassaflöden blir ytterligare referenspunkt på bolagets värde. I Sjätte AP-fondens portfölj finns enstaka innehav som är s.k. "pre revenue-bolag", d.v.s. bolagen har ännu inte någon verksamhet som genererar intäkter. Dessa bolag är mycket svåra att värdera och av naturliga skäl används en restriktiv värdering som ofta innebär anskaffningsvärde eller lägre. De private equity-fonder som Sjätte AP-fonden investerar i tillämpar samma värderingsmetodik som ovan. Sjätte AP-fonden utvärderar löpande de värderingsmetoder som används och därmed också de värderingar som fonderna rapporterar kvartalsvis. När det gäller Sjätte AP-fondens noterade innehav inhämtas aktuell marknadsdata vid bokslutstillfället. Investeringar av detta slag har därför inget inslag av bedömning vid värderingstillfället.



Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från Sjötte AP-fonden)

Styrelsens utvärdering av Sjötte AP-fonden

Sedan omtaget av investeringsstrategin och målet för Sjötte AP-fonden 2011 har fondkapitalet ökat från 18,5 miljarder kronor till 28,1 miljarder kronor. Ökningen motsvarar en årlig nettoavkastning på 8,7 procent. Enligt utvärderingen bekräftar det goda resultatet den valda strategin. Strategin innebär att investeringar fokuseras mot mogna bolag inom Private Equity (PE) och görs genom en kombination av direktinvesteringar och fondinvesteringar. Enligt utvärderingen ska Sjötte AP-fonden fortsätta följa den beslutade strategin.

Beslutet om ny strategi har följts av ett mångårigt arbete med syfte att ställa om portföljen. En viktig del i arbetet genomfördes under 2016 genom avyttringen av Norrporten AB som svarade för runt en fjärdedel av fondkapitalet. Året dessförinnan avyttrades Volvofinans AB som var ett av de större innehaven. Omställningen har resulterat i en hög likviditet som sysselsätts i enlighet med en genomarbetad plan. Investeringsstakten för 2016 var en av de högsta på många år. Även arbetet med hållbarhetsfrågor har skärpts och fondens ambition är att vara ledande inom detta område bland aktörer som investerar i onoterade tillgångar.

Styrelsens övergripande slutsats är att Sjötte AP-fonden har lyckats väl med att utföra sitt uppdrag under 2016, samt att leva upp till omgivningens högt ställda förväntningar.

Investeringsverksamheten

Investeringsverksamheten kan delas in i direktinvesteringar i företag och i fondinvesteringar. Som nämns ovan har försäljningarna av direktinvesteringarna i Norrporten AB och Volvofinans AB bidragit till att likviditeten ökat kraftigt. Marknadsvärdet av direktinvesteringarna

uppgick till 7,9 miljarder kronor vid 2016 års slut och resultatet före kostnader uppgick till 1,0 miljarder kronor. Företag i mogen fas (buyout) stod för merparten av marknadsvärdet och resultatet (6,8 respektive 0,9 miljarder kronor). Resultatet motsvarar en avkastning på 11,1 procent. Företag i tidig fas (venture capital) hade ett marknadsvärde på 1,1 miljarder kronor vid 2016 års slut och resultatet blev 80 miljoner kronor under året. Resultatet motsvarar en avkastning på 8,0 procent.

Fondinvesteringarnas marknadsvärde uppgick till 8,9 miljarder kronor vid 2016 års slut och resultatet under året uppgick till 0,6 miljarder kronor. Av fondinvesteringarnas marknadsvärde utgjorde kapitalet inom buyout-portföljen 7,2 miljarder kronor och denna del av portföljen stod för 0,5 miljarder kronor av resultatet. Det marknadsvärderade kapitalet inom venture capital uppgick till 1,7 miljarder kronor och denna del av portföljen stod för 0,1 miljarder kronor av resultatet under 2016. Sedan affärsområdets start (1997–2016) uppgår avkastningen för buyout till 14,5 procent och för venture capital till -1,5 procent. Investeringar i det mogna segmentet överstiger målet både för perioden 1997–2016 och för perioden 2007–2016. Nuvarande strategi innebär att nya utfästelser fokuseras mot riskkapitalfonder som gör investeringar i mogna bolag. Utfästelser till venture capital-fonder görs fortfarande, om än i mindre utsträckning än tidigare.

Likviditet

Likviditetsförvaltningen utgör den del av Sjätte AP-fondens kapital som inte är sysselsatt inom investeringsverksamheten. Syftet med likviditetsreserven är att upprätthålla en god betalningsberedskap, vilket bl.a. behövs för att kunna genomföra ny- och tilläggsinvesteringar och för att hantera de finansiella risker som kan uppstå inom verksamheten. Förvaltningen ska ske med tillfredsställande riskspridning. Placeringarna görs i räntebärande värdepapper med hög likviditet. Målsättningen för förvaltningen av räntebärande värdepapper är att uppnå en avkastning i linje med OMRX T-Bill.

Vid 2016 års slut uppgick värdet på likviditetsförvaltningen till 11,7 miljarder kronor (7,0 miljarder kronor året innan), varav innehav i Lannebo Microcap utgjorde 1,7 miljarder kronor (1,5 miljarder kronor året innan). Resultatet för likviditetsförvaltningen som helhet uppgick till 198 miljoner kronor (465 miljoner kronor året innan).

Sedan den genomförda strategiförändringen 2011 har Sjätte AP-fonden omstrukturerat portföljen för direktinvesteringar, vilket inneburit att ett antal bolag avyttrats. Vidare har många bolag i de externa portföljerna avyttrats som en följd av det goda exit-klimat som varit de senaste åren. Detta har resulterat i att likviditeten i dag är betydligt större än vad som kan anses nödvändig för att parera den totala portföljens kortsiktiga in- och utflöden samt optimera den kortsiktiga avkastningen. Aktiviteten inom investeringsverksamheten förväntas vara hög de kommande åren varför likviditetsreserven över tid förväntas minska.

Sjätte AP-fondens interna kostnader har under de senaste fem åren sänkts och stabiliserats vilket är en följd av nuvarande strategi och förvaltningsmodell. Flera projekt har genomförts i syfte att sänka kostnaderna. De interna kostnaderna är till stor del fasta men har också en rörlig del som framför allt avser externt köpta tjänster inom investeringsverksamheten. Behovet av tjänsterna varierar men är en förutsättning för att genomlysna transaktionerna. I den mån det är möjligt utsätts dessa tjänster för konkurrens och i de fall det finns ramavtal görs avrop mot dessa. Fonden förväntar att övriga interna kostnader (personal, lokal och it) kommer att vara fortsatt stabila även framöver.

Tabell 5.10 Sjätte AP-fondens kostnader

<i>Miljoner kronor</i>	2012	2013	2014	2015	2016
Interna kostnader	116	97	98	106	92
Personalkostnader	76	61	64	64	68
Lokalkostnader	5	7	6	5	6
Köpta tjänster	14	10	8	18	4
Informations- och datakostnader	5	5	5	6	4
Övrigt	16	14	15	13	10
Externa förvaltningskostnader ²⁴	21	24	22	21	13
Summa	137	121	120	127	105

Källa: Sjätte AP-fondens årsredovisningar

Hållbarhet och ägarstyrning

Sjätte AP-fonden hade under 2016 tre fokusområden inom hållbarhet: jämställdhet, mångfald och klimat. Sjätte AP-fonden genomförde bl.a. ett halvdagsseminarium med ledande nordiska riskkapitalbolag på temat hur man ökar jämställdhet och mångfald i riskkapitalbranschen. Vidare deltar fonden i RAMP-projektet som drivs av Handelshögskolan i Stockholm, där syftet är att med utbildning och praktik hjälpa personer som beviljats asyl att komma in på den svenska finansmarknaden.

Under året vidareutvecklades den egenutvecklade mallen för hållbarhetsutvärdering och uppföljning av riskkapitalfonder. Mallen har mottagits väl av bl.a. internationella riskkapitalfonder. Vidare har fonden under året, tillsammans med internationella aktörer som PRI och IIGCC, bidragit med att ta fram en klimatvägledning för investerare i riskkapital/onoterade tillgångar. Sjätte AP-fonden har även deltagit i ett PRI-projekt för införandet av ESG-klausuler i fondavtal.

Genomförandet av den årliga klimatanalysen av den egna investeringsportföljen, innebär att Sjätte AP-fonden fortsätter sitt påverkansarbete med att efterfråga klimattransparens bland onoterade bolag och riskkapitalfonder. Klimatanalysen av den interna

²⁴ Exklusive prestationsbaserade arvoden.

verksamheten visade att fondens egna koldioxidavtryck fortsatte att sjunka även under 2016, framför allt genom en halvering av antalet flygresor inom Sverige. Ansvarsfulla investeringar och hållbarhetsarbete är integrerat i Sjätte AP-fondens aktiva ägarstyrningsarbete. Detta utgörs av olika moment där det första är granskningen inför en investering och den sista är avyttring. Däremellan återfinns själva ägarfasen som kan sträcka sig upp till tio år. Påverkan och kontroll utövas genom bl.a. ägarplan, ägardialog, rapportering och uppföljning. Det aktiva ägarstyrningsarbetet innehåller de viktiga verktyg som krävs för ansvarsfulla investeringar och värdeskapande.

5.6 Sjunde AP-fonden

Regeringens bedömning: Sjunde AP-fonden har uppfyllt sin roll väl inom premiepensionssystemet. Avkastningen har sedan 2001 överträffat premiepensionsindex, dvs. överstigit den genomsnittliga avkastningen för fonderna i premiepensionssystemet. Fonden har även beslutat om att integrera Parisavtalet i den grund av internationella normer och konventioner som ägarstyrningen bygger på. Sammantaget har Sjunde AP-fonden infriat regeringens förväntningar på fonden.

Skälen för regeringens bedömning

Sammanfattning

AP7 Såfa är en åldersanpassad portfölj med en kombination av AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. AP7 Aktiefond har en global inriktning med 97 procent globala aktier, med en hävstång som innebär en ökad aktieexponering. Under 2016 sänktes normalnivån på hävstången från 150 till 135 procent. Den faktiska hävstångsnivån under 2016 låg på ca 125 procent.

Regeringen anser att det är positivt att Sjunde AP-fonden når sitt mål för avkastning för alla tidsperioder, förutom under 2015 enskilt, särskilt med beaktande av att fondens förvaltning under perioden 2001 fram till maj 2010 styrdes av regler som angav att risken skulle vara lägre än för genomsnittet av de privata fonderna (vilket, allt annat lika, begränsar möjligheterna till högre avkastning). Dock medför kombinationen av hög aktieexponering och strategisk hävstång behov av extra tydlighet vid kommunikation kring fondens förvaltningsmodell.

Regeringen konstaterar vidare att Sjunde AP-fondens aktiva förvaltning 2016, jämfört med valda benchmark, var under de mål som styrelsen har satt för denna förvaltning även om bidraget till resultatet var positivt för både den taktiska allokeringen och för alfaförvaltningen. Regeringens anser att transparensen i fråga om nyttan av den aktiva förvaltningen fortsatt bör öka särskilt när det gäller eventuella positiva effekter för övrig förvaltning. Dessutom ser regeringen gärna en tydligare redovisning av den aktiva förvaltningen och dess tre delar (taktisk allokering, absolutavkastande alfaförvaltning och förvaltning av noterade aktier).

Sjunde AP-fonden arbetar med påverkan genom olika former, t.ex. röstning, dialog och svartlistning. Vidare arbetar Sjunde AP-fonden med olika fördjupningsteman i syfte att påverka styrning inom PE. Påverkansarbete sker inom förnyelsebar kraftgenerering och i vattenintensiva branscher där vattentillgången är knapp. Sjunde AP-fonden har även integrerat Parisavtalet i normverket. Regeringen ser positivt på fondens arbete på dessa områden.

Strategisk förvaltning

I slutet av 2016 förvaltade Sjunde AP-fonden 343 miljarder kronor för ungefär 3,5 miljoner pensionssparare inom premiepensionssystemet. Av beloppet uppgick AP7 Aktiefond till 315 miljarder kronor och AP7 Räntefond till 28 miljarder kronor. Målet för förvalsalternativet är att avkastningen ska vara minst lika bra som den genomsnittliga avkastningen för de privata fonderna på Pensionsmyndighetens fondtorg. Sedan införandet av en ny förvaltningsmodell i maj 2010 t.o.m. 2016 uppgår avkastningen i AP7 Såfa till 14,8 procent per år, jämfört med de privata fondernas avkastning på 8,3 procent per år (se tabell 5.11). Avkastningen i det statliga förvalsalternativet var därmed nästan dubbelt så hög jämfört med de privata alternativen under den här perioden. Under 2016 var dock avkastningen om 15,5 procent betydligt högre än snittet för de privata aktörerna på Pensionsmyndighetens fondtorg.

Tabell 5.11 Utveckling för Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell maj 2011–2016 och 2001–2016 (procent)

	2001–2016 ⁴ (justerat, %)	2007–2016 (%)	Maj 2010–2016 ³ (%)	2016 (%)
AP7 (PSF och SÅFA) ¹	6,5	8,6	14,8	15,5
Premiepensionsindex ²	4,2	5,3	8,3	8,8

Not 1: Utgörs av PSF (Premissparfonden) januari 2001 – maj 2010 och SÅFA maj 2010 – december 2015.

Not 2: I SEK men inte valutasäkrad. Genomsnittlig avkastning för fonderna i premiepensionssystemet (exklusive AP7:s produkter).

Not 3: Geometriskt snitt av den årliga avkastningen 24 maj 2010 – 31 dec 2016.

Not 4: Genomsnittlig avkastning för premiepensionsindex justerat för avgift och rabatt.

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från Pensionsmyndigheten och AP7 Årsredovisning)

Aktiv förvaltning

Sjunde AP-fondens produkter är till övervägande del passivt förvaltade, men en mindre del av kapitalet är aktivt förvaltad. Den aktiva avkastningen för AP7 Aktiefond var positiv 2016 och under perioden 2010 till 2016 med 9 respektive 22 baspunkter, medan den aktiva avkastningen för AP7 Räntefond var negativ både 2015 och 2010–2015 med 7 respektive 27 baspunkter.

Inom ramen för den aktiva förvaltningen av AP7 Aktiefond har Sjunde AP-fonden mål för medelfristig förvaltning (taktisk allokering), absolutavkastande förvaltning (alfamandat) och onoterade tillgångar (Private Equity).

Med taktisk allokering avses avsteg från hävstångens normalnivå på 35 procent med ett tillåtet avvikelsetervall i normalfallet inom 23–47 procent. Under 2016 tog dock styrelsen beslutet att minska hävstången till 25 procent på grund av värderingen av börsen. Den

taktiska allokeringen bidrog med minus 24 miljoner kronor till resultatet för 2016 och den årliga genomsnittsavkastningen för perioden 2012–2016 var 78 miljoner kronor. Den taktiska allokeringen har en femårig utvärderingshorisont med ett mål om 225 miljoner kronor i genomsnittlig avkastning per år.

För den absolutavkastande alfaförvaltningen är målet att ge en avkastning på 225 miljoner kronor per år. Utfallet för 2016 var ett negativt bidrag om 6 miljoner kronor och den genomsnittliga avkastningen för perioden maj 2010 till slutet av 2015 var 98 miljoner kronor.

Sjunde AP-fonden har även mål för noterade aktier att generera en avkastning som överstiger jämförelseindex (MSCI All Country Index) med 2 procentenheter per år över rullande tioårsperioder. De årliga resultaten för förvaltningen av noterade aktier redovisas dock inte i Sjunde AP-fondens årsredovisning eller i McKinseys rapport.

AP7 Aktiefond

Det förvaldade kapitalet i AP7 Aktiefond uppgick till 314,9 miljarder kronor vid 2016 års slut (261,1 miljarder kronor året innan). Avkastningen enligt NAV-kursmodellen uppgick under 2016 till 16,5 procent (6,6 procent året innan).

Målet för AP7 Aktiefond är att vid den valda risknivån uppnå en långsiktigt hög avkastning som överträffar avkastningen för jämförelseindex. På den grunden har styrelsen valt följande strategi:

- Placera fondens tillgångar globalt i aktier och aktierelaterade finansiella instrument med bred branschmässig spridning (basportföljen).
- Använda hävstång för att öka risken och den förväntade avkastningen.
- Ytterligare öka avkastningsmöjligheterna genom aktiv förvaltning på vissa utvalda marknader (alfakällor och taktiska placeringar).

Basportföljen består av 97 procent globala aktier (svenska aktier ingår i globala aktier) och 3 procent riskkapitalinvesteringar. Basportföljen förvaltas i huvudsak passivt genom externa förvaltare. Tillgångsslaget riskkapitalplaceringar omfattar indirekta placeringar i noterade företag genom olika fondkonstruktioner. Tillämpning av hävstång i förvaltningen gör att placeringsutrymmet är större än fondkapitalet.

Hävstångsgraden har tidigare normalt motsvarat runt 150 procent av fondkapitalet, men uppgår sedan 2016 till 135 procent. För att skydda fondkapitalet kan styrelsen på rekommendation från verkställande direktören reducera storleken från dess normalnivå. Den faktiska hävstångsnivån har under 2016 legat på 125 procent och vid utgången av 2016 motsvarade hävstångsgraden 124,7 procent av fondkapitalet (79,7 miljarder kronor).

Den aktiva förvaltningen består framför allt av taktisk allokering och förvaltning av aktier enligt förvaltningsmodellen ”lång/kort” (s.k. ren alfaförvaltning). Förvaltningen omfattar även valutor där aktiv förvaltning tillämpas. Taktisk allokering innebär främst avsteg från beslutad hävstångsgrad inom intervallet ± 12 procentenheter.

Tabell 5.12 Avkastning före kostnader AP7 Aktiefond (procent per år)

Skr. 2016/17:130

	2014	2015	2016
AP7 Aktiefond	31,1	6,6	16,5
Jämförelseindex	30,8	6,2	16,5
Differens	0,3	0,4	0,0

Källa: Sjunde AP-fondens årsredovisning

Totalavkastningen för AP7 Aktiefond var 16,5 procent under 2016, vilket motsvarade jämförelseindex (tabell 5.12). Den positiva utvecklingen under 2016 förklaras av uppgången på den globala aktiemarknaden, vilken förstärktes av hävstången och den svenska kronans försvagning. Den aktiva förvaltningen bidrog negativt med -5,5 miljoner kronor och den taktiska allokeringen har bidragit negativt med -23,6 miljoner kronor (beroende på en lägre aktieexponering än jämförelsenormen på 135 procent).

AP7 Räntefond

Det förvaltade kapitalet i AP7 Räntefond uppgick till 28,1 miljarder kronor vid 2016 års slut (17,5 miljarder kronor året innan). Under 2016 uppgick avkastningen till 0,6 procent, vilket var 0,1 procentenheter lägre än avkastningen i fondens jämförelseindex (tabell 5.13).

För AP7 Räntefond har Sjunde AP-fondens styrelse fastställt målet att fondens avkastning minst ska motsvara avkastningen för jämförelseindex, Handelsbankens ränteindex HMT74 (indexet utgörs av svenska statsobligationer och säkerställda obligationer med en genomsnittlig duration av två år). Utifrån målet har Sjunde AP-fondens styrelse beslutat om räntefondens strategiska inriktning. Strategin är att placera fondens tillgångar i svenska ränterelaterade finansiella instrument med låg kreditrisk så att den genomsnittliga räntebindningstiden normalt är två år. Placeringarna görs genom intern förvaltning och har under 2016 placerats passivt mot fondens jämförelseindex. Detta innebär att placeringarna vid 2016 års slut i huvudsak utgjordes av svenska statsobligationer och svenska säkerställda obligationer. Den modifierade durationen i portföljen var 1,9 procent vid utgången av 2016, vilket var oförändrat jämfört med året innan.

Tabell 5.13 Avkastning före kostnader AP7 Räntefond (procent per år)

	2014	2015	2016
AP7 Räntefond	2,8	0,8	0,6
Jämförelseindex	2,9	0,9	0,7
Differens	-0,1	-0,1	-0,1

Källa: Sjunde AP-fondens årsredovisning

Resultat för verksamheten

Under 2016 uppgick Sjunde AP-fondens intäkter av rörelsen till 305,2 miljoner kronor (320,8 miljoner kronor året innan). Intäkterna kommer ifrån de avgifter som spararna betalar för att Sjunde AP-fonden

förvaltar deras premiepension. Kostnaderna, inklusive räntenetto, uppgick till 167,0 miljoner kronor (180,3 miljoner kronor året innan). Resultatet för myndigheten Sjunde AP-fonden blev således 138,2 miljoner kronor (140,5 miljoner kronor året innan). Det balanserade resultatet vid 2016 års slut var 355,3 miljoner kronor (217,1 miljoner kronor året innan).

Kostnader och personal

Förvaltningsavgifterna för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond uppgick till 0,11 procent respektive 0,04 procent av förvaltad kapital (0,12 respektive 0,05 procent året innan). Detta kan jämföras med att den genomsnittliga förvaltningsavgiften för de 840 fonder som ingick i premiepensionssystemet vid 2016 års slut var 0,31 procent (0,92 procent före rabatter).

Förvaltningsavgifterna för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond har sänkts i flera steg under perioden 2012–2016. Sjunde AP-fonden fick vid verksamhetens start en kreditram hos Riksgäldskontoret för att finansiera de första årens underskott i samband med uppbyggnaden av fondverksamheten. Kreditramen är numera borttagen men Sjunde AP-fonden har trots det kunnat sänka förvaltningsavgifterna. Fondens bedömning är att avgifterna kommer att kunna fortsätta sänkas, men att detta kommer att ske i en något lägre takt än tidigare.

I Sjunde AP-fonden förekommer ingen rörlig ersättning till anställda. Antalet tillsvidareanställda var under större delen av 2016 tjugotre personer, varav tio kvinnor.

Hållbarhet och ägarstyrning

Ägarstyrningsarbetet hos Sjunde AP-fonden präglas av perspektivet som universell ägare. Fonden investerar i hela den globala aktiemarknaden och bidrar som en aktiv ägare till lösningar på systemkritiska hållbarhetsproblem, snarare än att undvika dem. Med utgångspunkt i den normbaserade värdegrunden bedriver fonden påverkan genom röstning, bolagsdialog, svartlistning och domstolsprocesser.

Under 2016 beslutade Sjunde AP-fonden att integrera Parisavtalet i normverket för att kunna börja svartlista bolag på denna grund. Ett nytt mandat beslutades också som ska investera i noterade bolag med lösningar på klimatproblem. Vidare investerade fonden i Kommuninvests emission av gröna obligationer.

Sjunde AP-fonden började 2014 att arbeta med treåriga fördjupningsteman. År 2016 avslutades det första temat ESG inom Private Equity och den modell fonden utvecklat tillsammans med bl.a. UNPRI integrerades i styrningen av PE-portföljen.

Inom det andra temat Klimat beviljades Sjunde AP-fonden forskningsanslag av Vinnova för att tillsammans med Handelshögskolan i Stockholm utvärdera det projekt som inleddes 2015 för att få energibolag att utveckla sin förnyelsebara kraftgenerering.

Inom det tredje temat Färskvatten började fonden analysera bolag i vattenintensiva branscher i bristregioner, för att kunna bedriva påverkan. Detta vattenprojekt infogades i sin tur i SIDA-initiativet kring FN:s globala hållbarhetsmål Swedish Investors for Sustainable Development.

6.1 Hållbarhet och ägarstyrning

Regeringens bedömning: Hållbarhet är en väsentlig aspekt inom AP-fondernas verksamhet. Integreringen av hållbarhetsaspekter i förvaltningen bidrar både till den långsiktiga avkastningen och till en god riskhantering. Ett kvalitativt hållbarhetsarbete är även viktigt för att upprätthålla allmänhetens förtroende för AP-fonderna och pensionssystemet.

Under 2016 har AP-fonderna fortsatt att utveckla arbetet med att integrera hållbarhetsaspekter i förvaltningen. Flera initiativ har tagits av fonderna själva samt i AP-fondernas Etikråd. I flera fall har hållbarhetsarbetet fått utmärkelser både i Sverige och internationellt.

Regeringen ser positivt på det arbete som AP-fonderna bedriver för att integrera hållbarhet i förvaltningen. Frågorna är viktiga och arbetet bör fortsätta med oförminskad intensitet.

Skälen för regeringens bedömning: Miljöaspekter, sociala aspekter och bolagsstyrningsaspekter kommer att ha stort fokus även fortsättningsvis. För att uppnå en långsiktigt hög avkastning och god riskhantering är det viktigt att AP-fonderna integrerar olika hållbarhetsaspekter i förvaltningen. Detta är även av betydelse för allmänhetens förtroende för AP-fonderna och pensionssystemet. Inom ramen för arbetet med hållbarhet arrangerade Regeringskansliet ett seminarium för samtliga styrelseledamöter inom AP-fonderna under 2016. Seminaret gav en bild av G20:s arbete inom Green Finance Study Group och Bank of Englands syn på finansiell risk och hållbarhet.

I föregående års skrivelse konstaterades att AP-fonderna valt diversifierande strategier för hållbarhet på liknande sätt som för förvaltningen. Regeringen ser mycket positivt på det arbete som AP-fonderna gör för att integrera hållbarhet i förvaltningen av buffertkapitalet. Det är också glädjande att AP-fondernas hållbarhetsarbete i flera fall fått utmärkelser både i Sverige och internationellt. Ett exempel på detta är den rankning av världens 500 största investerare som organisationen AODP (Asset Owner Disclosure Project) gör årligen, där flera av AP-fonderna tillhör de översta tre procenten i världen som får AAA-rating. I Sverige, som i den senaste rapporten ligger högst av alla länder, är fem av de sex högst rankade investerarna AP-fonder.

Liksom föregående år är frågan om investeringar i kärnvapenrelaterad industri ett område som är aktuellt att bevaka. Sverige och övriga statsparter inom ramen för NPT (Nuclear Non-Proliferation Treaty) har åtagit sig att verka för att alla kärnvapen elimineras. Regeringen anser att det är en viktig fråga för AP-fonderna att fortsätta beakta inom ramen för sitt hållbarhetsarbete.

I föregående års utvärdering gjordes en närmare genomgång av AP-fondernas integration av hållbarhet i förvaltningen. I skrivelsen utvärderades även AP-fondernas interna hållbarhetsarbete, eftersom det i

påverkansarbetet är viktigt att AP-fonderna själva är goda föredömen. I denna skrivelse redovisas fondernas viktigaste aktiviteter på hållbarhets- och ägarstyrningsområdet under respektive AP-fond i avsnitt 5.

6.2 Översyn av placeringsreglerna

Regeringens bedömning: Inom Finansdepartementet pågår arbete med att ta fram förslag till ändrade placeringsregler för Första–Fjärde AP-fonderna och moderniserad styrning av hållbarhetsfrågor i förvaltningen. Ambitionen är att de nya placeringsreglerna ska börja tillämpas under 2018.

Skälen för regeringens bedömning: De finansiella marknaderna har utvecklats väsentligt de senaste 15–20 åren och utbudet av investeringsmöjligheter har ökat kraftigt både på grund av den tekniska utvecklingen och förändrade makroekonomiska förutsättningar. Dagens placeringsregler för Första–Fjärde AP-fonderna grundar sig på de regelverk och finansiella modeller som användes i slutet av 1990-talet.

Genom att effektivisera placeringsreglerna kan AP-fonderna ges bättre förutsättningar för att kunna uppnå målet för förvaltningen, att långsiktigt maximera avkastningen, särskilt under rådande lågräntemiljö. Inom Finansdepartementet pågår därför ett arbete med att ta fram förslag till ändrade placeringsregler för Första–Fjärde AP-fonderna och moderniserad styrning av hållbarhetsfrågor i förvaltningen. Det nya förslaget kommer emellertid att innebära en fortsatt begränsad handlingsfrihet i jämförelse med en övergång till en s.k. aktsamhetsprincip som föreslogs i departementspromemorian Nya regler för AP-fonderna (Ds 2015:34). Behovet av att se över placeringsreglerna har också lyfts fram av McKinsey i dess utvärderingar av AP-fondernas verksamhet de senaste åren.

6.3 Process för prövning av sidouppdrag för styrelseledamöter

Regeringens bedömning: I syfte att värna om förtroendet för pensionssystemet och AP-fonderna bör alla styrelseledamöter i AP-fonderna på förhand informera sin styrelseordförande om nya uppdrag. Om ordförande är tveksam när det gäller lämpligheten av ett uppdrag kan frågan lämnas vidare till Finansdepartementet. Innan en styrelseordförande åtar sig ett nytt uppdrag bör Finansdepartementet informeras.

Skälen för regeringens bedömning: Det är viktigt att AP-fonderna har allmänhetens förtroende. Som förvaltare av allmänna pensionsmedel får det inte finnas några som helst misstankar om att enskilda ledamöter eller tjänstemän agerar utifrån annat än målet om att fondmedlen ska förvaltas så att de blir till största möjliga nytta för

inkomstpensionssystemet. Det är också viktigt att styrelseledamöter i dessa fonder allmänt uppfattas som oberoende och oförhindrade att fatta beslut i enlighet med målet. Varje enskild styrelseledamot ansvarar för att detta förtroende upprätthålls. Den som har ett styrelseuppdrag i AP-fonderna måste således agera på ett sådant sätt att förtroendet för fonderna värnas. Detta innebär dock inte att en ledamot inte kan ha styrelseuppgifter i närliggande verksamhet. Engagemang i närliggande verksamhet kan i många fall bidra till bredare kunskap och bättre förutsättningar kring beslutsfattandet. Ledamöter förutsätts ha förmåga att identifiera när jäv eller risk för förtroendeskada uppstår och agera i enlighet därmed.

Under våren 2017 har statssekreterare och tjänstemän vid Finansdepartementet träffat AP-fondernas samtliga styrelseordförande och verkställande direktörer för att diskutera den årliga utvärderingen av AP-fondernas verksamhet. En av punkterna under dialogen har varit processen för styrelseledamöters prövning av sidouppdrag. Vid mötena klargjordes att alla styrelseledamöter i AP-fonderna på förhand ska informera sin styrelseordförande om nya uppdrag. Om en ordförande i något fall är tveksam kring lämpligheten av ett uppdrag kan frågan lämnas vidare till Finansdepartementet. När det gäller styrelseordförandenas egna uppdrag gjordes det tydligt att styrelseordföranden bör informera Finansdepartementet innan han eller hon åtar sig ett nytt uppdrag.

Ledamöter i AP-fonderna förordnas för ett år i taget. Förordnanden beslutas i slutet av maj efter det att regeringen fastställt fondernas resultat- och balansräkningar för föregående år. Under våren utvärderas samtliga styrelseledamöter (50 stycken) bl.a. efter dialog med styrelseordföranden i respektive AP-fond.

6.4 Samarbete mellan AP-fonderna

Regeringens bedömning: Det är positivt att Första–Fjärde AP-fonderna under 2016 ökat fokus på samarbetet mellan fonderna. Ett ändamålsenligt utformat samarbete bidrar till ökad kostnadseffektivitet utan negativ påverkan på fondernas självständighet och diversifiering av förvaltningsmodellerna.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen har i tidigare års skrivelser påtalat vikten av att AP-fonderna gemensamt ser över möjligheterna för samarbete i syfte att förbättra kostnadseffektiviteten i förvaltningen av buffertkapitalet. Ett samarbete bör dock endast ske om det inte har negativa konsekvenser för självständigheten i förvaltningen och därmed diversifieringen av förvaltningsmodellerna.

Första–Fjärde AP-fonderna samarbetar sedan tidigare på flera olika områden. För tio år sedan (2007) inrättade AP-fonderna Etikrådet vars syfte är att utifrån fondernas uppdrag och gemensamma värdegrund åstadkomma förbättringar på miljö- och etikområdet. Samarbete sker även genom att fonderna genomfört gemensamma upphandlingar (risksystem, rekryteringstjänster, internrevision, marknadslöneundersökningar, röstningsstöd löne- och personaladministration och

ledarskapsutvecklingsprogram). Fonderna har även bedrivit gemensamma projekt kring compliancefrågor, datakällor och mätning av koldioxidavtryck. Gemensamma mallar för ägardirektiv avseende direktägda bolag är under utarbetade. Samarbetet stöds av de olika forumen för administrativa frågor, backoffice, compliance HR, it, redovisning samt risk och avkastning.

Under 2016 etablerades ett samverkansråd för Första–Fjärde AP-fondernas verkställande direktörer i syfte att tydliggöra styrning, ambitionsnivå och för att intensifiera samarbetet mellan fonderna.

6.5 Sammanfattning från revision

Regeringens bedömning: Det är av stor vikt att AP-fonderna har god intern styrning och kontroll. Revisorernas arbete bidrar också till att säkerställa förtroendet för AP-fonderna och pensionssystemet.

Under revisionen av AP-fondernas årsbokslut för 2016 framkom inte några väsentliga iakttagelser. De förslag till förbättringar som lämnades föregående år har åtgärdats. Revisorerna konstaterar att AP-fonderna har bra rutiner och processer kring it-miljön. Observationer på området är mindre noteringar som inte påverkar möjligheterna att i revisionen förlita sig på systemen.

Sammanfattningsvis konstateras att verksamheten inom AP-fonderna bedrivs inom ramen för de riktlinjer som beslutats av respektive styrelse. Samarbetet med ledningar och styrelser har fungerat väl.

Skälen för regeringens bedömning: Revisionen av AP-fonderna omfattar årsredovisningar samt styrelsens och den verkställande direktörens förvaltning. Granskningen har utförts och rapporterats med tillämpning av svensk lag, ISA och RevR 100, till respektive fonds styrelse. Under året har AP-fondernas redovisningsramverk uppdaterats. Uppdateringen har gällt hur information om kostnader utformats.

Revisionen har utgått från riskanalysen där väsentliga poster utvärderas utifrån risken för fel i den finansiella rapporteringen. Analysen har resulterat i fokus på följande områden:

- Värdering och existens av onoterade innehav.
- Värdering och existens av noterade innehav.
- Klassificering i resultat- och balansräkningar.

Vid granskning har inga avvikelser noterats. Revisorerna konstaterar att verksamheten inom AP-fonderna bedrivs inom de riktlinjer som beslutats av respektive styrelse. Revisorernas generella slutsats är att de granskade kontroller och processer som ledningarna har arbetat fram fungerar tillfredsställande. Kontroller avseende den finansiella rapporteringen är till övervägande del standardiserade och formaliserade.

Revisorernas granskning av kontrollmiljön visar att alla AP-fonderna har en hög ambitionsnivå samt kunskap och integritet hos styrelser och ledande befattningshavare. Revisorerna har en femgradig skala med olika nivåer för kontrollmiljö (se figur 6.1). AP-fonderna bedöms vara i kategorin standardiserad. Detta sätt att beskriva kontrollmiljön är enligt

revisorerna inte något som allt för strikt ska läsas som bra eller dåligt då Skr. 2016/17:130
det beskriver mognadsgraden hos kontrollmiljön.

Figur 6.1 Den interna kontrollen mognadsgrad



AP-fonderna

Källa: PwC

En avvägning bör göras mellan nivån på den kontrollerande funktionen och kostnaderna för att upprätthålla denna. För att AP-fonderna skulle förflytta sig i skalan till nivån övervakad skulle det krävas att regelbunden testning införs och att utförda kontroller har rätt design och är effektiva. Det skulle också krävas en löpande återrapportering från kontrollfunktionerna till ledning och styrelse om hur effektivt det interna kontrollsystemet är. Revisorerna konstaterar att en finansiell institution av AP-fondernas storlek bör sträva efter övervakad nivå för särskilt viktiga processer. Andra processer kan däremot vara på nivå standardiserad. Sammanfattningsvis bedömer revisorerna att mognadsgraden generellt har ökat under 2016.

I föregående skrivelse ansåg regeringen att AP-fonderna löpande bör utvärdera den interna kontrollmiljön. Revisorernas förslag, när det gäller att förstärka testning och rapportering kring vissa viktiga processer, skulle också övervägas. Under året har internrevision upphandlats gemensamt av Första–Fjärde AP-fonderna, vilket ger förutsättningar för att granska den interna kontrollen och öka den interna kontrollmognaden.

Revisorerna har genomfört en granskning av att AP-fondernas riktlinjer för ersättningar, i enlighet med de av regeringen fastställda Riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna. Granskningen har inte visat några andra avvikelser från riktlinjerna än de som fanns föregående år. Avvikelseerna avser längre uppsägningstid än vad riktlinjerna anger. Avvikelseerna beskrivs i årsredovisningarna för Första och Andra AP-fonderna och motiveras av att det skulle medföra betydande merkostnader att omförhandla avtalen.

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.

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

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

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

Styrelsernas roll

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

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

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

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

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

Tillsättning av styrelser

Regeringen ska i sin utnämningsspolitik tillse att styrelserna är kvalificerade för sin uppgift och allsidigt sammansatta. Nya ledamöter ska introduceras av huvudmannen, utöver den introduktion som sker genom fondernas försorg. Härutöver ska kommunikationen mellan huvudmannen och styrelsens ledamöter ha adekvat omfattning, exempelvis genom styrelseseminarier eller liknande arrangemang. En begränsning vid cirka åtta 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. Könstilldelningen 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 en allmän begränsning vid att hälften av stämмоvalda styrelseledamöter ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen och att frågan ska avgöras efter en samlad bedömning. För statliga myndigheter gäller i regel en gräns vid nio år, vilket är något längre än den praxis som utvecklats inom statligt ägda bolag. Styrelsernas roll som ensamma ansvariga för verksamheten, i kombination med kravet att AP-fonderna ska uppbära allmänhetens förtroende, motiverar att höga krav ställs på ledamöternas oberoende i detta fall. Kravet på oberoende gäller hela styrelsen, inte endast en andel av styrelsen, och begränsningen bör vara någorlunda tydlig för att underlätta praktisk tillämpning. En begränsning vid cirka åtta 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.

För nyutvalda ledamöter i AP-fondernas styrelser ger huvudmannen en introduktion till styrelseuppdraget. Introduktionsutbildningen är särskilt anpassad efter uppdraget som styrelseledamot i en AP-fond och innehåller bl.a. en redogörelse för tillämplig lagstiftning och det övriga regelverk som gäller för AP-fonderna. Mot bakgrund av den specifika och ofta komplexa verksamhet som bedrivs i AP-fonderna, är det angeläget att AP-fonderna själva ger nya ledamöter en introduktion till fondverksamheten.

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

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

Regeringens utvärdering

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna

Inledning

AP-fondernas tillgångar utgör statliga medel som i lag har avsatts till sådan särskild förvaltning som anges i 9 kap. 8 § regeringsformen. AP-fondernas styrelser, som utses av regeringen, ansvarar för AP-fondernas förvaltning. Rollen som förvaltare av statliga pensionsmedel medför krav på att AP-fonderna uppbär allmänhetens förtroende. Regeringen har

sedan 2001 uttalat att regeringens riktlinjer för incitamentsprogram i statliga bolag även bör vara vägledande för AP-fonderna (skr. 2000/01:131 s. 48). Mot bakgrund av ersättningsvillkorens stora betydelse för allmänhetens förtroende anser regeringen att särskilda riktlinjer bör gälla för AP-fondernas styrelsearbete i frågor som rör anställnings- och ersättningsvillkor.

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

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

Tillämpningsområde

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

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

Styrelsens ansvarsområde

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

Av styrelsens riktlinjer ska bland annat framgå

1. hur styrelsen säkerställer att ersättningarna följer dessa riktlinjer,
2. att det ska finnas skriftligt underlag som utvisar AP-fondens kostnad innan beslut om enskild ersättning beslutas.

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

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

Ersättningsprinciper

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

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

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

Redovisning

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

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

Definitioner

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

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

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

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

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

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

Placeringsbestämmelser för AP-fondernas verksamhet i sammandrag

Skr. 2016/17:130

Bilaga 2

Placeringsbestämmelserna för Första–Fjärde och Sjunde AP-fondernas verksamhet regleras i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) medan motsvarande bestämmelser för Sjätte AP-fonden regleras i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden.

Bilagan ger en sammanfattning av dessa placeringsbestämmelser.

Första–Fjärde AP-fonderna

Enligt gällande regelverk ska Första–Fjärde AP-fonderna förvalta portföljer bestående av främst marknadsnoterade och omsättningsbara värdepapper och aktier. Minst 30 procent av det marknadsvärderade kapitalet ska placeras i räntebärande instrument med låg risk, se tabellen nedan.

I relation till den inhemska aktiemarknaden får var och en av Första–Fjärde AP-fonderna inneha aktier i svenska bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige till ett marknadsvärde som uppgår till högst två procent av det totala marknadsvärdet av sådana aktier. I enskilda bolag får en fond äga aktier i bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad, intill ett belopp som motsvarar högst tio procent av röstetalet för aktierna i bolaget. Maximalt fem procent av det marknadsvärderade fondkapitalet får placeras i onoterade värdepapper (max 30 procent av röstetalet i onoterade riskkapitalbolag). 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 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

Skr. 2016/17:130
Bilaga 2

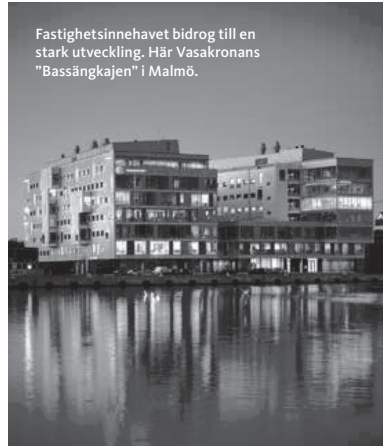
Sjätte AP-fonden har i uppgift att förvalta medel i fonden genom placeringar på riskkapitalmarknaden, dvs. genom investeringar i onoterade företag. Fondmedlen ska placeras så att kraven på långsiktigt hög avkastning och tillfredställande riskspridning tillgodoses.

Sjätte AP-fonden har bl.a. obegränsade möjligheter att investera i onoterade bolag och noterade riskkapitalbolag. Sjätte AP-fonden får äga maximalt 30 procent av röstetalet i svenska eller utländska bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES. Det finns däremot ingen begränsning av Sjätte AP-fondens innehav när det gäller övriga svenska bolag eller riskkapitalbolag som i sin tur investerar i aktier som inte har tagits upp till handel på en reglerad marknad eller motsvarande (onoterade aktier). Sjätte AP-fondens tidigare ensidiga inriktning mot svenska bolag ersattes 2007 av en möjlighet 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.).

Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden lyder under samma regelverk som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna, lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), som i vissa delar för Sjunde AP-fondens del hänvisar till lagen (2004:46) om värdepappersfonder. En skillnad mot värdepappersfonder är emellertid att Sjunde AP-fonden är förhindrad att förvärva mer än fem procent av röstetalet i ett svenskt eller utländskt aktiebolag och är i normalfallet förhindrad att rösta för aktierna i svenska aktiebolag. Till skillnad från Första–Fjärde AP-fonderna finns inget krav för Sjunde AP-fonden på en minsta andel extern förvaltning. I likhet med Första–Fjärde AP-fonderna ska dock fonden ta hänsyn till miljö och etik i placeringsverksamheten, utan att göra avkall på det övergripande målet om hög avkastning.

ÅRET I KORTHET



Året i korthet

Resultatet för 2016 innebär att Första AP-fondens avkastning överträffar det långsiktiga målet om en real avkastning på 4,0 procent efter kostnader både för 2016 och för tioårsperioden 2007 – 2016.

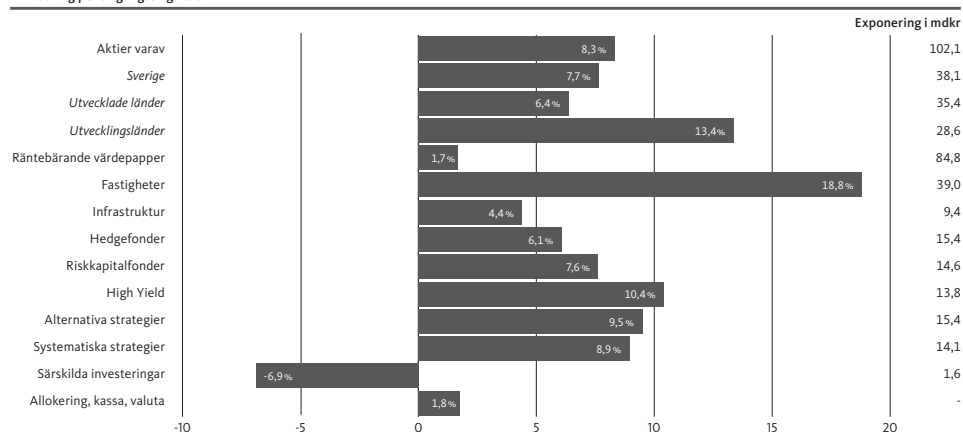
- Resultatet för 2016 uppgick till 26 965 mkr (11 340) efter kostnader. Det motsvarar en avkastning på 9,3 procent (4,0).
- I reala termer var avkastningen 7,6 procent under 2016.
- Den genomsnittliga reala avkastningen den senaste tioårsperioden uppgick till 4,3 procent, vilket överstiger målet om 4,0 procent.
- Förvaltningen har genererat en överavkastning på 4,2 mdkr (3,6) utöver fondens strategiska benchmark (se sid 9). Största bidragen kommer från fastigheter samt allokering och valuta.
- Första AP-fonden har betalat ut 36,6 mdkr sedan 2009, varav 6,6 mdkr under 2016, för att täcka avgiftsunderskottet i inkomstpensionssystemet.
- Fondens förvaltningskostnader sjönk till 458 mkr (493), vilket motsvarar 0,15 procent (0,17) av genomsnittligt förvaltad kapital.
- Under tioårsperioden 2007-2016 överträffade fondens avkastning inkomstindex med 2,5 procent i genomsnitt per år.
- I december förvärvade Första AP-fonden preferensaktier i Volvo Cars till ett värde av 1,5 mdkr. Vid en eventuell börsnotering kommer dessa aktier att konverteras till B-aktier.
- Under året inleddes ett samarbete med förvaltaren Osmosis kring en aktiv aktieportfölj med inriktning på resurseffektiva bolag med lägre volatilitet.
- Första AP-fonden investerade i Resonance Industrial Water Infrastructure Limited som inriktar sig på att finansiera vattenrening och återanvändning av vatten för industriellt bruk på global basis.

ÅRET I KORTHET

Femårsöversikt i sammandrag	2016	2015	2014	2013	2012
Avkastning före kostnader, %	9,5	4,1	14,8	11,3	11,4
Förvaltningskostnadsandel, %	0,15	0,17	0,17	0,14	0,14
Avkastning efter kostnader, %	9,3	4,0	14,6	11,2	11,3
Resultat efter kostnader, mdkr	27,0	11,3	36,4	25,7	24,2
Nettoflöden, mdkr	-6,6	-4,9	-5,1	-6,9	-3,8
Fondkapital vid årets slut, mdkr	310,5	290,2	283,8	252,5	233,7
Exponering, %					
Aktier	34,1	34,7	48,9	49,2	47,4
varav svenska aktier	12,3	12,3	11,6	12,0	11,4
Räntebärande värdepapper ⁽¹⁾	29,8	30,2	30,9	31,2	36,4
varav räntebärande inom övriga tillgångar	2,5	2,3	3,3	1,5	0,0
Fastigheter	12,6	11,5	8,8	8,8	7,7
Infrastruktur	3,0	2,9			
Hedgefonder	5,0	4,8	5,9	4,9	4,3
Riskkapitalfonder	4,7	5,0	4,4	3,3	3,2
High Yield	4,5	2,9			
Alternativa strategier	5,0	4,4	5,6	4,8	0,7
Systematiska strategier	4,5	5,2			
Särskilda investeringar	0,5	0,7			
Valuta	22,1	31,3	35,1	29,2	27,4
Andel extern förvaltning, %	31,8	31,0	34,6	37,1	39,3

⁽¹⁾ Säkra obligationer (räntebärande inkl kassamedel på konto = 31,4% för 2016)

Avkastning per tillgångslag 2016



Resultaträkning

Mkr	Not	2016-12-31	2015-12-31
Rörelsens intäkter			
Räntenetto	1	504	1 371
Erhållna utdelningar		6 086	5 388
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	2	5 762	-1 481
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	3	6 900	4 391
Nettoresultat räntebärande tillgångar		2 347	-1 349
Nettoresultat, derivatinstrument		-979	-144
Nettoresultat, valutakursförändringar		6 803	3 657
Provisionskostnader	4	-271	-308
Summa Rörelsens intäkter		27 152	11 525
Rörelsens kostnader			
Personalkostnader	5	-118	-116
Övriga förvaltningskostnader	6	-69	-69
Summa rörelsens kostnader		-187	-185
Resultat		26 965	11 340

Balansräkning

Mkr	Not	2016-12-31	2015-12-31
Tillgångar			
Aktier och andelar, Noterade	7	126 433	123 667
Aktier och andelar, Onoterade	8	76 440	67 788
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	9	96 438	90 103
Derivat	10	2 960	2 275
Kassa och bankmedel		5 222	6 420
Övriga tillgångar	11	4 455	1 380
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	12	868	915
Summa tillgångar		312 816	292 548
Skulder			
Derivat	10	478	730
Övriga skulder	13	1 762	1 566
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	14	41	45
Summa skulder		2 281	2 341
Fondkapital			
	15		
Ingående fondkapital		290 207	283 811
Nettobetalingar mot pensionsystemet		-6 637	-4 944
Årets resultat		26 965	11 340
Summa fondkapital		310 535	290 207
Summa fondkapital och skulder		312 816	292 548
Poster inom linjen	16	36 502	32 103

Noter

Första AP-fonden, organisationsnummer 8020057538, med säte i Stockholm, är en av buffert-fonderna inom det svenska pensionssystemet. Årsredovisning för räkenskapsåret 2016 har godkänts av styrelsen den 20 februari 2017. Resultaträkning och balansräkning skall fastställas av regeringen.

Redovisnings- och värderingsprinciper

Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder ska årsredovisningen upprättas med tillämpning av god redovisningssed, varvid de tillgångar som fondmedlen placerats i ska upptas till marknadsvärdet. Med denna utgångspunkt har Första till Fjärde AP-fonderna utarbetat gemensamma redovisnings- och värderingsprinciper vilka har tillämpats och sammanfattas nedan.

Fondernas redovisnings- och värderingsprinciper anpassas successivt till den internationella redovisningsstandarden, IFRS. Eftersom IFRS är under omarbetning, har anpassningen hittills inriktats mot informationskrav enligt IFRS 7 och IFRS 13. En fullständig anpassning till IFRS skulle inte väsentligt påverka redovisat resultat och kapital. AP-fonden uppfyller kraven för att definieras som ett investmentföretag enligt IFRS 10. Mot nu gällande IFRS är enda större skillnaden att kassaflödesanalys inte upprättas.

Affärsdagsredovisning

Transaktioner i värdepapper och derivatinstrument på penning- och obligationsmarknaden, aktiemarknaden och valutamarknaden redovisas i balansräkningen per affärsdagen, det vill säga vid den tidpunkt då de väsentliga rättigheterna och därmed riskerna övergår mellan parterna. Fordran på eller skulden till motparten mellan affärsdag och likviddag redovisas under övriga tillgångar respektive övriga skulder. Övriga transaktioner, framför allt transaktioner avseende onoterade aktier, redovisas i balansräkningen per likviddagen, vilket överensstämmer med marknadspraxis.

Nettoredovisning

Finansiella tillgångar och skulder nettoredovisas i balansräkningen när det finns en legal rättighet att nettoredovisa transaktioner och det finns en avsikt att erlägga likvid netto eller realisera tillgången och erlägga likvid för skulden samtidigt.

Omräkning av utländsk valuta

Transaktioner i utländsk valuta omräknas till svenska kronor med den valutakurs som gäller på transaktionsdagen. På balansdagen räknas tillgångar och skulder i utländsk valuta om till svenska kronor till balansdagens valutakurser. Värdeförändringar på tillgångar och skulder i utländsk valuta uppdelas i en del som är hänförlig till värdeförändringen av tillgången eller skulden i lokal valuta och en del som är orsakad av valutakursförändringen. Valutakursresultat som uppstår vid förändring av valutakurs redovisas i resultaträkningen på raden Nettoresultat, valutakursförändringar.

Aktier i dotterföretag/intresseföretag

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder upptas aktier i dotterföretag/intresseföretag till verkligt värde. Verkligt värde bestäms enligt samma metoder som tillämpas för onoterade aktier och andelar. Krav på att upprätta koncernredovisning föreligger inte.

Värdering av finansiella instrument

Fondens samtliga placeringar värderas till verkligt värde varvid såväl realiserade som orealiserade värdeförändringar redovisas i resultaträkningen. I raderna Nettoresultat per tillgångsslag ingår således såväl realiserade som orealiserade resultat. Nedan beskrivs hur verkligt värde fastställs för fondens olika placeringar.

Noterade aktier och andelar

För aktier och andelar, som är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella

marknadsnotering enligt fondens valda indexleverantör (MSCI, SIX, Russell), oftast genomsnittskurs. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara i en aktiv marknad. Erlagda courtagekostnader resultatförs under nettoresultat noterade aktier.

Onoterade aktier och andelar

För aktier och andelar som inte är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde baserat på värdering erhållen från motparten eller annan extern part. Värderingen uppdateras då ny värdering erhållits och justeras för eventuella kassaflöden fram till bokslutstillfället. I de fall fonden på goda grunder bedömer att värderingen är felaktig sker en justering av erhållen värdering.

Värderingen avseende onoterade andelar följer IPEV:s (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines) principer eller likvärdiga värderingsprinciper och ska i första hand vara baserat på transaktioner med tredje part, men även andra värderingsmetoder kan användas.

Värdering avseende onoterade fastighetsaktier baseras på en värdering enligt substansvärdemetoden i den mån aktien inte varit föremål för transaktioner på en andrahandsmarknad. Innehav i onoterade fastighetsföretag värderas med beaktande av uppskjutna skattekulder till det värde som användes vid fastighetstransaktioner vilket skiljer sig mot den värdering som sker i redovisningen hos fastighetsföretagen.

Obligationer och andra räntebärande tillgångar

För obligationer och andra räntebärande tillgångar bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering (oftast köpkurs) enligt fondens valda indexleverantör (Barclays, SHB). Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara i en aktiv marknad. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller som innebär att kassaflöden diskonteras till relevant värderingskurva.

Som ränteintäkt redovisas ränta beräknad enligt effektivräntemetoden baserat på upplupet anskaffningsvärde. Det upplupna anskaffningsvärdet är det diskonterade nuvärdet av framtida betalningar, där diskonteringsräntan utgörs av den effektiva räntan vid anskaffningstidpunkten. Detta innebär att förvärvade över- och undervärden periodiseras under återstående löptid eller till nästa räntejusteringstillfälle och ingår i redovisad ränteintäkt. Värdeförändringar till följd av ränteförändringar redovisas under nettoresultatet för räntebärande tillgångar, medan värdeförändringar till följd av valutakursförändringar redovisas under nettoresultat valutakursförändringar.

Derivatinstrument

För derivatinstrument bestäms verkligt värde baserat på noteringar vid årets slut. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå, värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller där indata utgörs av observerbara marknadsdata.

Derivatkontrakt med positivt verkligt värde per balansdagen redovisas som tillgångar medan kontrakt med negativt verkligt värde redovisas som skulder. Värdeförändringar till följd av valutakursförändringar redovisas i resultaträkningen under Nettoresultat valutakursförändringar medan övriga värdeförändringar redovisas som Nettoresultat, derivatinstrument. Skillnaden mellan terminkurs och avistakurs för valutaterminer periodiseras linjärt över terminkontraktets löptid och redovisas som ränta.

Skr. 2016/17:130
Bilaga 3

Not 5 Personal

Antal anställda	2016			2015		
	Totalt	Män	Kvinnor	Totalt	Män	Kvinnor
Medelantal anställda	59	38	21	53	35	18
Antal anställda vid årets utgång ⁽¹⁾	61	39	22	55	36	19
Antal personer i ledningsgruppen vid årets utgång	8	3	5	5	4	1

⁽¹⁾ Vid utgången av 2016 var två personer projektanställda.

Personalkostnader, 2016, tkr	Löner och arvoden	Pensionskostnader	Varav löneväxling	Sociala kostnader ⁽¹⁾	Summa
Styrelsens ordförande	113			36	149
Övriga styrelseledamöter (8 pers)	503			158	661
VD	3 501	1 800	630	1 537	6 838
Ledningsgrupp exkl VD					
Chef Kapitalförvaltning	2 883	470		1 020	4 373
Chef Ägaransvar	1 621	679	13	674	2 974
Chef Kommunikation 1608–1612	542	137	5	203	882
Chef Affärsstöd 1601–1605	643	174		244	1 061
Chef Affärsstöd 1606–1612	664	466		322	1 452
Chef Middle Office och Risk 1606–1612	781	188		291	1 260
Chef Juridik och Compliance 1611–1612	138	29		50	217
Chef HR	1 344	723	126	598	2 665
Övriga anställda	52 668	19 131	3 142	21 112	92 911
Summa	65 401	23 797	3 916	26 245	115 443
Övriga personalkostnader					2 906
Summa personalkostnader					118 349
Personalkostnader, 2015, tkr	Löner och arvoden	Pensionskostnader	Varav löneväxling	Sociala kostnader⁽¹⁾	Summa
Styrelsens ordförande	113			36	149
Övriga styrelseledamöter (8 pers)	510			160	670
VD	2 849	2 436	1 260	1 486	6 771
Ledningsgrupp exkl VD					
Chef Kapitalförvaltning	2 724	437		1 064	4 225
Chef Ägarstyrning och Kommunikaton	1 785	669	13	647	3 101
Chef Affärsstöd	1 557	488		607	2 652
Chef HR	1 436	581		560	2 577
Övriga anställda ⁽²⁾	51 704	19 727	3 547	20 948	92 379
Summa	62 678	24 338	4 820	25 508	112 524
Övriga personalkostnader					3 902
Summa personalkostnader					116 426

⁽¹⁾ I sociala kostnader inkluderas även kostnad för löneskatt.

⁽²⁾ Inklusive kostnad för ersättning för utbetalad och reserverad lön i samband med aveckling av personal.

Första AP-fondens policy för ersättningar till ledande befattningshavare bygger på regeringens riktlinjer för ersättningar till ledande befattningshavare och övriga anställda. Inga avvikelser från policyn eller riktlinjerna finns för 2016.

Löner och övriga förmåner

Styrelseavodena fastställs av regeringen. I fondstyrningsrapporten redogörs för arvode och närvaro per styrelseledamot. Styrelsen fastställer anställningsvillkoren för VD, efter beredning i ersättningsutskottet. Samtliga anställda har individuella anställningsavtal. Sedan 1 januari 2010 har Första AP-fonden inga rörliga ersättningar. Vid uppsägning från arbetsgivarens sida är uppsägningstiden för VD 18 månader. För ledningsgrupp och övriga anställda är den mellan 3 och 6 månader. Ett fätal avtal som ingåtts innan april 2009 innehåller avvikelser. Av kostnadsskäl omförhandlas inte dessa avtal.

Vid uppsägning från fondens sida kan avgångsvederlag utgå upp till högst 18 månadslöner. Avgångsvederlaget ska utgöras av enbart den fasta månadslönen utan tillägg för förmåner. Såväl uppsägningsslön som avgångsvederlag ska avräknas mot ersättning från ny anställning eller inkomst av näringsverksamhet under utbetalningsperioden. Avgångsvederlag utbetalas aldrig längre än till 65 års ålder.

Pensioner och liknande förmåner

I VD:s anställningsavtal förbinder sig fonden att betala 30 procent i pensionspremie. För den del av lönen som ger allmän pensionsrätt reduceras pensionspremie till 11,5 procent.

Första AP-fonden har från och med den 1 februari 2013 övergått till premiebestämd pensionsplan, BTP1, för personal som nyanställts. Pensionsavtalet är tecknat och överenskommet mellan parterna. Det innebär att fonden har två planer för tjänstepension, BTP1 som är premiebestämd samt BTP2 som är förmånsbestämd.

All personal har möjlighet att löneväxla, bruttolön mot pensionspremie. Premiebetalningen uppräknas då med fem procent vilket motsvarar skillnaden mellan löneskatt och sociala avgifter. Premieväxlingen är därför kostnadsneutral för fonden. Övriga förmåner är beskattningsbara och uppgår till mindre belopp.

Not 6 Övriga förvaltningskostnader

Tkr	2016	2015
Lokalkostnader	-12 262	-11 440
Köpta tjänster	-18 579	-21 851
Informations- och datakostnader	-30 996	-29 633
Övriga administrativa kostnader	-7 409	-6 439
Övriga förvaltningskostnader	-69 246	-69 363

I beloppet för köpta tjänster ingår ersättning till fondens revisor, PwC, fördelat på följande uppdrag:

Revisionsuppdrag	-712	-638
------------------	------	------

Not 7 Noterade aktier och andelar

Verkligt värde, mkr	2016-12-31	2015-12-31
Svenska aktier	34 565	34 660
Utländska aktier	81 135	80 090
Andelar i svenska fonder	-	-
Andelar i utländska fonder	10 733	8 917
Totalt verkligt värde	126 433	123 667

Per 2016-12-31 hade Första AP-fonden utlånat aktier till ett värde av 1,1 mdkr (1,5 mdkr). Som säkerhet har statsobligationer till ett värde av 1,2 mdkr mottagits. Den utlånade positionen och säkerheten marknadsvärderas dagligen. Säkerheten skall uppgå till minst 102 procent.

Fem största svenska aktieinnehaven	Antal	Verkligt värde
Volvo B	43 471 072	4 625
Nordea Bank	30 618 863	3 102
Hennes & Mauritz B	11 022 520	2 793
Hexagon B	6 854 257	2 231
SCA Cellulosa AB	8 209 809	2 112
Totalt verkligt värde		14 863

Skr. 2016/17:130
Bilaga 3

Fem största utländska aktieinnehaven	Antal	Verkligt värde
Pershing Square Holdings	8 000 000	1056
Alphabet C	112 838	791
Samsung Electronics	63 218	763
National Grid	6 474 187	692
British American Tobacco	1 311 065	680
Totalt verkligt värde		3 982

En fullständig förteckning över samtliga noterade innehav vid halvårs- och helårsskiftet finns på Första AP-fondens webbplats www.ap1.se.

Not 8 Onoterade aktier och andelar

Verkligt värde, mkr	2016-12-31	2015-12-31
Svenska onoterade aktier och andelar: Dotter- och intressebolag	25 256	18 068
Utländska onoterade aktier och andelar: Dotter- och intressebolag	2 666	3 876
Övriga onoterade aktier och andelar	48 518	45 844
Summa	76 440	67 788

Dotter- och intressebolag	Säte	Org.nr	Antal	Ägarandel %	Resultat	Eget kapital	Verkligt värde
Svenska aktier och andelar, dotter- och intressebolag							
Aros Bostad IV AB	Stockholm	559032-9503	14 747	29	-	-	61
Ellevio AB	Stockholm	559005-2444	6 250	12,5	15 463 ⁽¹⁾	6 163 ⁽²⁾	1 015
Secore Fastigheter AB	Stockholm	559018-9451	25 000	50	-1,7 ⁽¹⁾	56 ⁽¹⁾	73
Vasakronan Holding AB	Stockholm	556650-4196	1 000 000	25	10 120 ⁽¹⁾	29 245 ⁽¹⁾	13 771
Willhem AB	Göteborg	556797-1295	769 880 846	100	1 832 ⁽¹⁾	7 386 ⁽¹⁾	10 336
Totalt							25 256
Utländska aktier och andelar, intresse och dotterbolag							
First Australian Farmland Pty Ltd	Australien	155 718 013		100	-13 ⁽²⁾	194 ⁽²⁾	309
Chapone S.à.r.l	Luxemburg	B 200297		100	-	-	2 050
ASE Holdings S.à.r.l	Luxemburg	B 169327		38	356 ⁽²⁾	657 ⁽²⁾	307
Totalt							2 666

⁽¹⁾Avser siffror offentliggjorda per 2015-12-31

⁽²⁾Avser 2015-12-31 omräknat till valutakurs 2015-12-31

Fem största innehav onoterade aktier och andelar	Säte	Andel %	Anskaffningsvärde
Bridgewater Tailored All Weather Fund L.P.	Cayman Öarna	100	9 630
LGT, First Hedge Fund Investments L.P	Guernsey	100	7 808
Hamilton Lane, Private Equity	USA	99	8 732
Triangular Fund L.P	Cayman Öarna	100	2 301
WP North America, Private Equity	USA	100	2 358

En fullständig förteckning över samtliga onoterade innehav vid halvårs- och helårsskiftet finns på Första AP-fondens webbplats www.ap1.se.

Not 9 Obligationer och andra räntebärande tillgångar

Verkligt värde mkr	2016-12-31	2015-12-31
Fördelning på emittenttyp		
Svenska Staten	5 952	4 991
Svenska Kommuner	2 274	2 008
Svenska bostadsinstitut	9 219	7 711
Övriga svenska företag		
Finansiella företag	5 102	8 159
Icke-finansiella företag	9 780	12 104
Utländska stater	38 014	36 821
Övriga utländska emittenter	26 097	18 309
Totalt	96 438	90 103
Fördelning på instrumenttyp		
Realränteb obligationer	22 056	19 444
Övriga obligationer	59 812	57 234
Statskuldsväxlar	454	
Certifikat		
Övriga instrument	14 116	13 425
Totalt	96 438	90 103

Not 10 Derivat

Mkr	2016-12-31		2015-12-31	
	Positivt verkligt Värde	Negativt verkligt Värde	Positivt verkligt Värde	Negativt verkligt Värde
Derivatinstrument med:				
Aktierelaterade instrument				
Optioner				
Innehavd	71		187	
Utställd		-61		-166
Swappar	203	-14	1	-54
Terminer		-6	1	-2
Summa	274	-81	189	-222
Ränterelaterade instrument				
Swappar	307	-148	2	-60
Terminer				
Summa	307	-148	2	-60
Valutarelaterade instrument				
Swappar	2 379	-249	2 073	-430
Terminer			11	-18
Summa	2 379	-249	2 084	-448
Summa derivatinstrument	2 960	-478	2 275	-730
Varav clearade positioner			169	-149

Derivatpositioner med negativt värde uppgående till 148 mkr har längre löptid än 12 mån. För löptidsanalys av dessa se not 18.

Skr. 2016/17:130
Bilaga 3

Not 11 Övriga tillgångar

Mkr	2016-12-31	2015-12-31
Fondlikvider	3 465	744
Fordran utländska skattemyndigheter	128	124
Återinvesterad kontantsäkerhet för derivatpositioner	854	505
Övriga tillgångar	8	7
Summa övriga tillgångar	4 455	1 380

Not 12 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

Mkr	2016-12-31	2015-12-31
Upplupna ränteintäkter	691	762
Upplupna utdelningar	166	142
Övriga förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	11	11
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	868	915

Not 13 Övriga skulder

Mkr	2016-12-31	2015-12-31
Fondlikvider	896	1 034
Mottagen kontantsäkerhet för derivatpositioner	854	505
Övrigt	12	27
Övriga skulder	1 762	1 566

Not 14 Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader

Mkr	2016-12-31	2015-12-31
Upplupna förvaltararvoden	28	27
Övriga upplupna kostnader	13	18
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	41	45

Not 15 Fondkapital

Mkr	2016	2015
Ingående fondkapital	290 207	283 811
Nettobetaling mot pensionssystemet		
Inbetalda pensionsavgifter	64 174	61 374
Utbetalda pensionsmedel	-70 595	-66 141
Överflyttning av pensionsrätter till EG	-1	-3
Reglering av pensionsrätter	1	2
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	-216	-176
Summa nettobetaling mot pensionssystemet	-6 637	-4 944
Årets resultat efter kostnader	26 965	11 340
Utgående fondkapital	310 535	290 207

Not 16 Poster inom linjen

Mkr	2016	2015
För egen skuld ställd pant och jämförlig säkerhet	inga	inga
Utlånade värdepapper mot annan säkerhet ⁽¹⁾	1 104	1 456
Utlämnad säkerhet för terminsaffär	3 253	3 048
Utlämnad säkerhet för OTC-transaktioner ⁽²⁾	93	130
Övriga ställd pant och jämförlig säkerhet	4 450	4 634
Investeringsåtaganden onoterade innehav	32 052	27 469
Åtaganden	32 052	27 469
Summa poster inom linjen	36 502	32 103
⁽¹⁾ Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper	1 173	1 665
⁽²⁾ Erhållna säkerhet för OTC-transaktioner	1 396	1 384

Not 17 Finansiella instrument, pris och värderingshierarki

I denna not lämnas upplysning om hur verkligt värde bestäms för de finansiella instrument som fonder använder sig av. Fondernas redovisnings- och värderingsprinciper följer den internationella redovisningsstandarden. Syftet är att lämna information om finansiella tillgångars och skulders verkliga värde samt att säkerställa transparens och jämförbarhet mellan olika bolag. Detta innebär att upplysningarna om värderingen av tillgångar och skulder i balansräkningen tar hänsyn till om handel sker vid en aktiv eller inaktiv marknad samt om noterade priser finns tillgängliga vid värderingen.

Fondkapitalet värdering – marknadsnoterade tillgångar

Den största delen av fondens tillgångar är marknadsnoterade med innebörden att de handlas på en aktiv marknad med priser som representerar faktiska och regelbundet förekommande marknadstransaktioner. Huvuddelen av fondens marknadsnoterade tillgångar värderas dagligen till noterade marknadspriser och utgörs av aktier, obligationer, derivat, fonder och valutor. Några fondinnehav med noterade innehav i underliggande värdepapper värderas mindre frekvent än dagligen, exempelvis veckovis eller varannan vecka. Ett fåtal fondinnehav med noterade innehav i underliggande värdepapper värderas endast månadsvis.

För så kallade OTC-derivat baseras värderingen på antingen teoretisk modellvärdering eller på värdering från extern part. För fondens innehav i valutaterminer baseras värderingen på en teoretisk modellvärdering där modellens subjektiva inslag i dagsläget uteslutande är valet av räntekurvor och metod för beräkning och uppskattning av framtida värdet (interpolering och extrapolering). Samma metodik används för deposter, kortfristiga certifikat och liknande instrument. För övriga OTC-derivat används uteslutande värdering från extern part som jämförelse mot fondens egna värderingar. I perioder då likviditet för marknadsnoterade papper saknas på marknaden krävs en ökad grad av subjektivitet vid värdering. Marknaden karaktäriseras vid sådana förhållanden av kraftigt ökade skillnader mellan köp och säljkurser, som även kan skilja markant mellan marknadsaktörer. Fonder har vid sådana tillfällen använt en konservativ värderingsansats.

Fondkapitalet värdering – alternativa investeringar

För de tillgångar som inte värderas på en aktiv marknad tillämpas olika värderingsmetoder vid bestämning av verkligt värde. Verkligt värde motsvarar det pris som skulle ha fastställts vid en normal försäljning mellan två oberoende parter. Första AP-fondens onoterade placeringar utgörs av investeringar i hedgefonder, riskparitetsfonder, riskkapitalfonder, fastighetsbolag och

fastighetsfonder. Investeringar i onoterade hedgefonder och riskparitetsfonder värderas vanligtvis med en månads eftersläpning. Dessa fonder investerar i huvudsak i marknadsnoterade värdepapper. Värdering av fondandelar baseras på samma principer som för marknadsnoterade tillgångar. Investeringar i riskkapitalfonder värderas enligt IPEV:s rekommendationer (International Private Equity and Venture Capital Guidelines) eller likvärdiga principer. Enligt IPEV kan värderingen baseras på genomförda transaktioner, marknadsmässiga multipler vid värdering, nettotillgångarnas värde eller en diskontering av framtida kassaflöde. Värderingen av fondens investeringar i riskkapitalfonder baseras på senaste tillgängliga rapportering. Då rapporteringen från riskkapitalfonder erhålles med en tidsmässig eftersläpning, baseras fondens bokslut i allmänhet på rapporter per den 30 september justerad för kassaflöden för tiden därefter och fram till bokslutsdagen. I ett läge med stigande avkastning på aktiemarknader innebär detta att fonden har en lägre värdering i bokslutet än den som senare inrapporteras från riskkapitalförvaltare.

Investeringar i fastighetsbolag värderas enligt IFRS och branschpraxis fastställt i IPD:s rekommendationer. Värderingen bygger på en diskontering av framtida hyresintäkter, driftskostnader och försäljningspriser med marknadsmässiga avkastningskrav. Vad gäller värderingen av uppskjuten skatt i ett fastighetsbolag värderas denna till verkligt värde, det vill säga en diskontering av framtida skatteeffekter med en ränta som är relevant för det enskilda bolaget. Investeringar i fastighetsfonder värderas enligt rekommendationer från branschorgan såsom INREV.

Verkligt värde

Verkligt värde för ett finansiellt instrument definieras som det belopp till vilket en tillgång skulle kunna överlåtas eller en skuld regleras. Detta ska ske mellan kunniga parter som är oberoende av varandra och som har ett intresse av att transaktionen genomförs. Beroende på vilken marknadsdata som finns tillgänglig vid värderingen av de finansiella instrumenten delas dessa in i tre nivåer:

- **Nivå 1:** Finansiella instrument som handlas på en aktiv marknad. Marknaden bedöms aktiv om det finns noterade priser som regelbundet uppdateras med högre frekvens än en gång per vecka och om dessa priser används okorrigerat för avslut på marknaden.
- **Nivå 2:** Finansiella instrument⁽¹⁾ som handlas på en marknad som inte bedöms aktiv men där det finns noterade priser som används okorrigerat för avslut, eller observerbara indata som regelbundet uppdateras för indirekt värdering med allmänt vedertagna modeller.
- **Nivå 3:** Instrumenten tillhör nivå 3 om de inte kan hänföras till nivå 1 eller nivå 2. I dessa fall kan inte observerbara marknadsdata användas

⁽¹⁾ Vid klassificering till lämplig nivå i värderingshierarkin skall finansiella instrument bedömas utan genomlysning.

Skr. 2016/17:130

Bilaga 3

för värderingen. Värderingar baseras på information med hänsyn till omständigheterna och kan kräva ett betydande mått av uppskattningar från fondledningen.

Aktiv marknad

En aktiv marknad definieras av att noterade priser med lätthet och regelbundenhet finns tillgängliga på en börs, hos en handlare eller dylikt och att prissättning på transaktionerna skett enligt affärsmässiga villkor. I princip är det endast aktier för noterade företag, valutor samt räntebärande papper som är utgivna av stat, kommun, banker eller större företag som handlas på aktiv marknad och därmed kan ingå i nivå 1. Exempelvis handlas valutaderivat på mycket aktiva marknader men räknas till nivå 2 eftersom värdet måste härledas från priser på andra instrument.

Inaktiv marknad

En inaktiv marknad kännetecknas av låg handelsvolym och av att handelsaktiviteten är mycket lägre än på en aktiv marknad. Tillgängliga priser varierar kraftigt över tid eller mellan marknadsaktörerna. Priserna är oftast inaktuella.

Finansiella instrument, pris och värderingshierarki

Finansiella tillgångar och skulder, utgående balans 2016-12-31	Nivå 1, mkr	Nivå 2, mkr	Nivå 3, mkr	Totalt
Finansiella tillgångar				
Aktier och andelar, noterade	124 189		2 244	126 433
Aktier och andelar, onoterade			76 503	76 503
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	90 840	332	5 266	96 438
Derivat		2 960		2 960
Total summa tillgångar värderade till	215 029	3 292	84 013	302 334
Finansiella skulder				
Derivat		-478		-478
Total summa skulder värderade till	0	-478	0	-478
Finansiella tillgångar och skulder	215 029	2 814	84 013	301 856
Finansiella tillgångar och skulder utgående balans 2015-12-31				
Finansiella tillgångar				
Aktier och andelar, noterade	121 493		2 174	123 667
Aktier och andelar, onoterade	0		67 788	67 788
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	79 160	4 755	6 188	90 103
Derivat	0	2 275	0	2 275
Total summa tillgångar värderade till	200 653	7 030	76 150	283 833
Finansiella skulder				
Derivat		-730		-730
Total summa skulder värderade till	0	-730	0	-730
Finansiella tillgångar och skulder	200 653	6 300	76 150	283 103

Förändring nivå 3	2016	2015
Aktier och andelar, noterade, ingående balans	2 174	0
Omklassificering från nivå 2, ingående balans 2015	0	1 787
Köp	0	630
Sälj	-163	-173
Värdeändring	233	-70
Förändring Aktier och andelar, noterade	70	2 174
Aktier och andelar, noterade, utgående balans	2 244	2 174
Aktier och andelar, onoterade, ingående balans	67 788	60 617
Omklassificering från nivå 1, ingående balans 2015	0	0
Köp	9 657	12 779
Sälj	-12 182	-12 189
Värdeändring	11 240	6 590
Förändring Aktier och andelar, onoterade	8 715	7 171
Aktier och andelar, onoterade, utgående balans	76 503	67 788
Obligationer och andra räntebärande tillgångar, ingående balans	6 188	4 910
Köp	2 424	2 907
Sälj	-3 464	-1 618
Värdeändring	118	-11
Förändring Obligationer och andra räntebärande tillgångar	-922	1 278
Obligationer och andra räntebärande tillgångar, utgående balans	5 266	6 188
Summa förändring nivå 3	7 863	10 623

Av ovan redovisad värdeändring var 48 procent (39 procent) realiserat per balansdagen. Fonden har en övervägande andel placeringar i nivå 1 där värderingen är hämtad från oberoende och välrenommerade värderingskällor. Noterade aktier i nivå 3 avser noterade fondandelar, där uppdatering av pris sker mindre frekvent än var sjunde dag.

Not 18 Finansiella risker

Alla placeringar av finansiella marknader innebär ett risktagande. De mest betydande riskerna kan delas in i tre grupper: investeringsrisker, förvaltningsrisker och operationella risker. Investeringsriskerna kan dessutom delas in i marknadsrisk, likviditetsrisk och kreditrisk. Fondens viktigaste investeringsrisk är marknadsrisken, vilket är risken att värdet på en tillgång förändras. Marknadsrisken kan kvantifieras och brukar anges i standardavvikelse för avkastningen (volatilitet), value at risk och expected shortfall.

Likviditetsrisken är risken att omsättningen i ett instrument är låg, vilket kan leda till stora skillnader mellan köp- och säljkurser och därmed höga transaktionskostnader, eller att det inte är möjligt att sälja instrumentet vid den tidpunkt som önskas. Fondens aktieplaceringar sker på noterade marknader och har i de flesta fall en hög likviditet. Alternativa investeringar har låg likviditet. I tabellen nedan redovisas förfallostrukturen för fondens obligationsportfölj. Kreditrisk uppstår vid investering i obligationer och risken för att emitenten inte kan fullgöra sina skyldigheter och i värsta fall betalningsinställelse. Kreditrisk uppskattas av kreditratinginstitut. För att begränsa denna risk investerar fonden endast i liten omfattning i obligationer med sämre rating än BBB.

Kreditrisk uppstår även när det föreligger en risk att motparter inte fullgör sina åtaganden mot fonden. Motpartsrisker uppstår vid handel med värdepapper och OTC-kontrakt. För att begränsa denna risk limiteras och diversifieras denna handel. För motparter med handel i OTC-kontrakt krävs hög kreditvärdighet från ratinginstitut och tecknade nettingavtal (ISDA-avtal).

Prognostiserad risk

Tillgångarnas förväntade marknadsrisk presenteras i känslighetsanalysen enligt tabellen nedan. Beräkningarna är gjorda utifrån fondens portföljsammansättning per 31 december 2016 och historiska marknadsavkastningar. Känslighetsanalysen är gjord genom simulering av avkastningsutfall för fondens tillgångar. Genom att den historiska avkastningsfördelningen används för simuleringen tas hänsyn till eventuella extrema utfall. Det innebär att antaganden om normalfördelning inte behöver göras. Simuleringarna som

redovisas i tabellen görs för ett kort riskperspektiv. I simuleringen används ett års datahistorik och risken presenteras för en horisont om en dags värdeförändring. Simuleringen utgår från en gemensam standard som Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden enats om.

Simuleringen visas med två olika men relaterade riskmått. Value at Risk visar det resultat som fonden överträffar med 95 procents sannolikhet. Måttet Expected Shortfall estimerar storleken på den förlust som kan inträffa med 5 procents sannolikhet. Expected Shortfall visar den förväntade förlusten givet att förlusten är större än Value at Risk-måttet.

Fondens risk mått som prognostiserad volatilitet uppgick till 7,7 procent i årstakt för fondens totala portfölj per den sista december. Tillgångsslaget valuta visar fondens sammantagna valutarisk medan övriga tillgångar i tabellen är säkrade för valutarisk. Tabellen visar diversifieringsvinsten som kommer av att fonden placerar i olika tillgångar som tillsammans minskar fondens risk för förlust jämfört med tillgångarnas risk var för sig.

Realiserad risk

Beräkningen av genomsnittlig realiserad risk görs utifrån en gemensam standard som Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden enats om och som bygger på principen att riskberäkningen skall återspegla marknadsvärdering av fondens samtliga tillgångar. Värderingsfrekvensen är bestämd till kvartal och perioden för beräkningen bestämd till tio år. För totalportföljen har därför den realiserade standardavvikelsen för de senaste tio åren uttryckt i årstakt beräknas utifrån kvartalsdata.

Första AP-fondens genomsnittliga realiserade risk för den senaste tio-årsperioden var 8,7 procent baserat på denna beräkningsmetodik.

Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden har även överenskommit att redovisa genomsnittlig realiserad risk under det senaste året för totalportföljen och de tillgångar som marknadsvärderas dagligen. För denna beräkning av standardavvikelse används dagsdata. Den genomsnittliga realiserade risken under året var 6,4 procent för totala portföljen respektive 8,0 procent för den dagligt marknadsvärderade delen av portföljen. Andelen av portföljen som marknadsvärderas dagligen var vid utgången av året 74 procent.

Finansiella risker

	Volatilitet årstakt %		Value at Risk årstakt, mkr		Expected Shortfall årstakt, mkr		Value at Risk en dag, mkr		Expected Shortfall en dag, mkr	
	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015
Känslighetsanalys Marknadsrisk per 31 december										
Aktier	13,0	17,4	-26 308	-35 909	-41 281	-49 392	-1 632	-2 227	-2 560	-3 063
Räntebärande	1,3	1,6	-2 119	-2 354	-3 034	-3 709	-131	-146	-188	-230
Alternativa Investeringar	9,6	10,5	-16 759	-14 862	-23 454	-20 473	-1 039	-922	-1 455	-1 270
Valuta	9,4	10,4	-5 501	-11 302	-7 388	-16 503	-341	-701	-458	-1 023
Bidrag från Diversifiering	-2,2	-1,9	11 354	8 823	17 406	10 725	704	547	1 080	665
Likvidportföljen	7,4	11,9	-28 142	-45 568	-39 995	-66 702	-1 745	-2 826	-2 480	-4 137
Portföljen totalt	7,7	11,6	-39 334	-55 605	-57 752	-79 352	-2 439	-3 449	-3 582	-4 921

Likviditetsrisk, per 31 dec

Förfallostruktur, Löptid år, mkr	< 1		1 < 3		3 < 5		5 < 10		> 10		Total balans mkr	
	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015
Nominell stat	0	45	2 738	465	6 457	12 305	9 056	9 417	5 594	1 244	23 845	23 476
Nominell kredit	242	724	6 767	8 226	12 498	16 989	21 044	12 416	4 773	3 241	45 324	41 596
Realt	0	107	2 471	3 110	7 450	6 583	8 826	5 791	3 400	3 956	22 147	19 547
Portföljen totalt	242	876	11 976	11 801	26 405	35 877	38 926	27 624	13 767	8 441	91 317	84 619

Derivatpositioner med negativt verkligt värde, överstigande 12 mån löptid, per 31 dec

Förfallstruktur, Löptid år, mkr	1 < 3		3 < 5		5 < 10		> 10		Total balans mkr	
	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015
Aktierelaterade instrument		-61		0		0		0	0	-61
Ränterelaterade instrument	-5	0	-9	-143	-51		0		-148	-60
Valutarelaterade instrument		0		0		0		0	0	0
Totalt									-148	-121

Redovisning av förfallstruktur

Förfallstrukturen för obligationer presenteras i tabellen ovan. Fondens räntebärande tillgångar ger enligt nuvarande förfallstruktur inbetalningar till fonden som överstiger de utbetalning till pensionssystemet som prognostiserats. Fonden kan därmed möta de prognostiserade kraven på utbetalning till pensionssystemet.

Redovisning av kreditrisk

Kreditrisken för obligationer uppskattas via indelning i olika ratingklasser. Första AP-fonden använder ratinginstituten Standard & Poor's samt Moody's. Ratinginstituten lämnar ett omdöme som anger en obligations kreditrisk där högsta kreditrating är AAA. Fondens har ett begränsat innehav i obligationer med rating BBB, 14 918 mkr, och innehav med sämre rating, <BBB, i fonder med investeringar i high yield, 8 852 mkr. Se tabell nedan. Den sammantagna bedömningen är att fondens innehav i obligationer har en låg kreditrisk.

Kreditrisk, per 31 december

Rating mkr ⁽¹⁾	AAA		AA		A		BBB		<BBB		Total balans mkr	
	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015
Nominellt stat	17 411	13 600	538	6 784	0	0	5 897	3 092	0	0	23 845	23 476
Nominellt kredit	15 997	16 428	3 464	3 297	10 649	9 329	6 362	5 306	8 852	7 236	45 324	41 596
Realt	16 026	11 019	3 462	3 378	0	0	2 660	5 149	0	0	22 147	19 546
Totalt	49 433	41 047	7 464	13 459	10 649	9 329	14 918	13 547	8 852	7 236	91 317	84 618

⁽¹⁾ Redovisning av räntebärande värdepappers kreditrisk utifrån ratingbetyg utgivna av värnenummerade ratinginstitut.

Not 19 Finansiella tillgångar och skulder som nettas eller lyder under kvittningsavtal

Mkr, 2016-12-31	Bruttobelopp	Relaterade belopp som inte kan nettas					Övrigt ⁽¹⁾	Summa i balansräkningen
		Nettade belopp i balansräkning	Nettobelopp i balansräkningen	Finansiella Instrument	Säkerheter erhållna	Nettobelopp		
Ej likviderade tillgångar	46	46	0				3 465	3 465
Derivat			2 960	472	1 396	1 092		2 960
Summa tillgångar	46	46	2 960	472	1 396	1 092	3 465	6 425
Skulder								
Ej likviderade skulder	46	46	0				896	896
Derivat			472	472	0	0	6	478
Summa skulder	46	46	472	472	0	0	902	1 374

Mkr, 2015-12-31	Bruttobelopp	Relaterade belopp som inte kan nettas					Övrigt ⁽¹⁾	Summa i balansräkningen
		Nettade belopp i balansräkning	Nettobelopp i balansräkningen	Finansiella Instrument	Säkerheter erhållna	Nettobelopp		
Ej likviderade tillgångar	3 674	3 674	0	0	0	0	744	744
Derivat		0	2 274	728	1 384	161	1	2 275
Summa tillgångar	3 674	3 674	2 274	728	1 384	161	745	3 019
Skulder								
Ej likviderade skulder	3 674	3 674	0	0	0	0	1 034	1 034
Derivat		0	728	728	0	0	2	730
Summa skulder	3 674	3 674	728	728	0	0	1 036	1 764

⁽¹⁾ Övriga instrument i balansräkningen som ej lyder under kvittningsavtal.

Tabellen ovan visar finansiella tillgångar och skulder som presenteras netto i balansräkningen eller som har rättigheter förknippade med rättsligt bindande ramavtal om kvittning eller liknande avtal. Finansiella tillgångar och skulder netto redovisas i balansräkningen när fonden har en legal rätt att netta under normala affärsförhållanden och i händelse av insolvens, och om det finns en avsikt att erlagga likvid netto eller realisera tillgången och erlagga likvid för skulden samtidigt. Finansiella tillgångar och skulder som lyder under rättsligt bindande ramavtal om kvittning eller liknande avtal som inte presenteras netto i balansräkningen är arrangemang som vanligtvis träder i laga kraft i händelse av insolvens men inte under normala affärsförhållanden eller arrangemang där fonden inte har intentionen att avveckla positionerna samtidigt.

Not 20 Närstående

I tabellen redovisas Första AP-fondens transaktioner, utestående mellanhavanden samt åtaganden med närstående i enlighet med definitioner i IAS 24.

Som närstående till Första AP-fonden betraktas dotter- och intressebolag där fondens ägarandel uppgår till minst 20 procent samt fondens styrelseledamöter och ledningsgrupp.

Avseende löner och ersättningar till styrelseledamöter och ledningsgrupp, se not 5.

Motpart, samt ägarandel	16-12-31	15-12-31
AROS Bostadsutveckling 29 %		
Ränteintäkter	-	-
Ägarlån	-	-
Aktieägartillskott under året	61	-
Investeringsåtagande	400	-
Chapone S.å.r.l 100 %		
Ränteintäkter	18	-
Ägarlån	1 104	-
Aktieägartillskott under året	92	4
Investeringsåtagande	2 875	2 290
Secore AB, 50 %		
Ränteintäkter	8	1
Ägarlån	205	205
Aktieägartillskott under året	-	29
Investeringsåtagande	1 000	1 000
Vasakronan Holding AB, 25 %		
Lokalhyror ⁽¹⁾	11	10
Ränteintäkter	147	211
Ägarlån	-	3 000
Aktieägartillskott under året	3 000	-
Åtagande om att på Vasakronans begäran köpa företagscertifikat i bolaget med upp till ett vid var tid högsta sammanlagda likvidbelopp om:	4 500	4 500
Willhem AB, 100 %		
Ränteintäkter	16	7
Ägarlån	-	-
Aktieägartillskott under året	-	-
Åtagande om att på Willhems begäran köpa företagscertifikat i bolaget med upp till ett vid var tid högsta sammanlagda likvidbelopp om:	5 500	3 000
ASE Holdings Ltd, 38 %		
Ränteintäkter	27	31
Ägarlån	224	248
Aktieägartillskott under året	-	-
First Australian Farmland Pty Ltd, 100 %		
Ränteintäkter	30	26
Ägarlån	415	358
Aktieägartillskott under året	104	-

⁽¹⁾ Första AP-fonden hyr kontorslokaler av Vasakronan till marknadsmässiga villkor

Styrelsens försäkran

Härmed försäkras att, såvitt vi känner till, årsredovisningen är upprättad i överensstämmelse med god redovisningssed och de av AP-fonderna gemensamt utarbetade redovisnings- och värderingsprinciperna samt att lämnade uppgifter stämmer med faktiska förhållanden och att ingenting av väsentlig betydelse är utelämnat som skulle kunna påverka den bild av fonden som skapats av årsredovisningen.

Stockholm den 20 februari 2017

Urban Karlström
Ordförande

Annika Sundén
Vice ordförande

Göran Arrius

Kent Eriksson

Urban Hansson Brusewitz

Anna Hesselman

Åsa-Pia Järliden Bergström

Åsa Kullgren

Eva Redhe

Vår revisionsberättelse har lämnats den 20 februari 2017

Susanne Sundvall
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Revisionsberättelse

För Första AP-fonden, org.nr 8020057538

Rapport om årsredovisningen

Uttalanden

Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Första AP-fonden för år 2016. Fondens årsredovisning ingår på sidorna 24–45 i detta dokument.

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Första AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2016 och av dess finansiella resultat för året enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Förvaltningsberättelsen är förenlig med årsredovisningens övriga delar.

Vi tillstyrker därför att resultaträkningen och balansräkningen fastställs.

Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing (ISA) och god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt dessa standarder beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Första AP-fonden enligt god revisionssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Annan information än årsredovisningen

Detta dokument innehåller även annan information än årsredovisningen och denna återfinns på sidorna 1–23 samt 48–60. Det är styrelsen och den verkställande direktören som har ansvaret för denna andra information.

Vårt uttalande avseende årsredovisningen omfattar inte denna information och vi gör inget uttalande med bestyrkande avseende denna andra information.

I samband med vår revision av årsredovisningen är det vårt ansvar att läsa den information som identifieras ovan och överväga om informationen i väsentlig utsträckning är oförenlig med årsredovisningen. Vid denna genomgång beaktar vi även den kunskap vi i övrigt inhämtat under revisionen samt bedömer om informationen i övrigt verkar innehålla väsentliga felaktigheter.

Om vi, baserat på det arbete som har utförts avseende denna information, drar slutsatsen att den andra informationen innehåller en väsentlig felaktighet, är vi skyldiga att rapportera detta. Vi har inget att rapportera i det avseendet.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för att årsredovisningen upprättas och att den ger en rättvisande bild enligt lagen om allmänna pensionsfonder. Styrelsen och verkställande direktören ansvarar även för den interna kontroll som de bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

Vid upprättandet av årsredovisningen ansvarar styrelsen och verkställande direktören för bedömningen av fondens förmåga att fortsätta verksamheten. De upplyser, när så är tillämpligt, om förhållanden som kan påverka förmågan att fortsätta verksamheten och att använda antagandet om fortsatt drift. Antagandet om fortsatt drift tillämpas dock inte om styrelsen och verkställande direktören avser att likvidera fonden, upphöra med verksamheten eller inte har något realistiskt alternativ till att göra något av detta.

Revisorns ansvar

Våra mål är att uppnå en rimlig grad av säkerhet om huruvida årsredovisningen som helhet inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel, och att lämna en revisionsberättelse som innehåller våra uttalanden. Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men är ingen garanti för att en revision som utförs enligt ISA och god revisionssed

i Sverige alltid kommer att upptäcka en väsentlig felaktighet om en sådan finns. Felaktigheter kan uppstå på grund av oegentligheter eller fel och anses vara väsentliga om de enskilt eller tillsammans rimligen kan förväntas påverka de ekonomiska beslut som användare fattar med grund i årsredovisningen.

Som del av en revision enligt ISA använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Dessutom utför vi följande moment:

- Vi identifierar och bedömer riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel, utformar och utför granskningsåtgärder bland annat utifrån dessa risker och inhämtar revisionsbevis som är tillräckliga och ändamålsenliga för att utgöra en grund för våra uttalanden. Risken för att inte upptäcka en väsentlig felaktighet till följd av oegentligheter är högre än för en väsentlig felaktighet som beror på fel, eftersom oegentligheter kan innefatta agerande i maskopi, förfalskning, avsiktliga utelämnanden, felaktig information eller åsidosättande av intern kontroll.
- Vi skaffar oss en förståelse av den del av fondens interna kontroll som har betydelse för vår revision för att utforma granskningsåtgärder som är lämpliga med hänsyn till omständigheterna, men inte för att uttala oss om effektiviteten i den interna kontrollen.
- Vi utvärderar lämpligheten i de redovisningsprinciper som används och rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen och tillhörande upplysningar.
- Vi prövar lämpligheten i att styrelsen och verkställande direktören använder antagandet om fortsatt drift vid upprättandet av årsredovisningen. Vi prövar, med grund i de inhämtade revisionsbevisen, om huruvida det finns någon väsentlig osäkerhetsfaktor som avser sådana händelser eller förhållanden som kan leda till betydande tvekel om fondens förmåga att fortsätta verksamheten. Om vi drar slutsatsen att det finns en väsentlig osäkerhetsfaktor, måste vi i revisionsberättelsen fästa uppmärksamheten på upplysningarna i årsredovisningen om den väsentliga osäkerhetsfaktorn eller, om sådana upplysningar är otillräckliga, modifiera uttalandet om årsredovisningen. Våra slutsatser baseras på de revisionsbevis som inhämtas fram till datumet för revisionsberättelsen. Dock kan framtida händelser eller förhållanden göra att fonden inte längre kan fortsätta verksamheten.
- Vi utvärderar den övergripande presentationen, strukturen och innehållet i årsredovisningen, däribland upplysningarna, och om årsredovisningen återger de underliggande transaktionerna och händelserna på ett sätt som ger en rättvisande bild.

Vi måste informera styrelsen om bland annat revisionens planerade omfattning och inriktning samt tidpunkten för den. Vi måste också informera om betydelsefulla iakttagelser under revisionen, däribland de betydande brister i den interna kontrollen som vi identifierar.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Uttalanden

Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Första AP-fonden förvaltar. Vi har även granskat om det finns någon anmärkning i övrigt mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning av Första AP-fonden för 2016.

Revisionen har inte givit anledning till anmärkning beträffande inventeringen av tillgångarna eller i övrigt avseende förvaltningen.

Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt denna beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende

Skr. 2016/17:130

Bilaga 3

i förhållande till Första AP-fonden enligt god revisorssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för mina våra uttalanden.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för räkenskaphandlingarna samt för förvaltningen av fondens tillgångar enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Styrelsen ansvarar för Första AP-fonden organisation och förvaltningen av Första AP-fonden angelägenheter. Detta innefattar bland annat att fortlöpande bedöma Första AP-fonden ekonomiska situation och att tillse att Första AP-fonden organisation är utformad så att bokföringen, medelsförvaltningen och Första AP-fonden ekonomiska angelägenheter i övrigt kontrolleras på ett trygghande sätt. Den verkställande direktören ska sköta den löpande förvaltningen enligt styrelsens riktlinjer och anvisningar och bland annat vidta de åtgärder som är nödvändiga för att Första AP-fondens bokföring ska fullgöras i överensstämmelse med lag och för att medelsförvaltningen ska skötas på ett trygghande sätt.

Revisorns ansvar

Vårt mål beträffande revisionen av förvaltningen, och därmed vårt uttalande om förvaltningen är att inhämta revisionsbevis för att med en rimlig grad av säkerhet kunna bedöma om det finns någon anmärkning mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning för Första AP-fonden för räkenskapsåret 2016.

Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men ingen garanti för att en revision som utförs enligt god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka åtgärder eller försummelser som kan föranleda anmärkning.

Som en del av en revision enligt god revisionssed i Sverige använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Granskningen av förvaltningen grundar sig främst på revisionen av räkenskaperna. Vilka tillkommande granskningsåtgärder som utförs baseras på vår professionella bedömning med utgångspunkt i risk och väsentlighet. Det innebär att vi fokuserar granskningen på sådana åtgärder, områden och förhållanden som är väsentliga för verksamheten och där avsteg och överträdelser skulle ha särskild betydelse för Första AP-fonden situation. Vi går igenom och prövar fattade beslut, beslutsunderlag, vidtagna åtgärder och andra förhållanden som är relevanta för vårt uttalande om förvaltningen.

Stockholm den 20 februari 2017

Sussanne Sundvall
Auktoriserad revisor
Förordnad av Regeringen

Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av Regeringen

ANDRA AP-FONDEN

Året i korthet

Årets utveckling innebär att Andra AP-fondens avkastning överträffar fondens långsiktiga avkastningsantagande. De senaste fem åren har fondens genomsnittliga årliga reala avkastning uppgått till 10,8 procent och de senaste tio åren har avkastningen varit 4,7 procent. 2016 var ett starkt år främst för fondens investeringar i aktier och obligationer på tillväxtmarknader. För åttonde året i rad var nettoflödet till pensionssystemet negativt och fonden har nu totalt betalat ut drygt 36 mdkr för att täcka det löpande underskottet i pensionssystemet.

Fondkapital

324,5 mdkr 

Fondkapitalet uppgick till 324,5 (300,6) mdkr den 31 december 2016.

Resultat

30,5 mdkr 

Årets resultat uppgick till 30,5 (11,7) mdkr.

Kostnader

0,07 % 

Rörelsens kostnader, uttryckt som förvaltningskostnadsandel, var fortsatt låga och uppgick till 0,07 (0,07) procent.

Nettoutflöde till pensionssystemet

-6,6 mdkr 

Nettoutflöde till pensionssystemet på -6,6 (-4,9) mdkr.

Relativ avkastning

-0,4 % 

Den relativa avkastningen för fondens totala portfölj, exklusive alternativa investeringar och kostnader, uppgick till -0,4 (0,9) procent.

Total avkastning

10,5 % 

Avkastningen på den totala portföljen uppgick till 10,5 (4,1) procent, exklusive provisionskostnader och rörelsens kostnader. Inklusive dessa kostnader avkastade portföljen 10,3 (4,0) procent.

RÄKENSKAPER

Resultaträkning

Belopp i mnkr	Not	Jan–dec 2016	Jan–dec 2015
Rörelsens intäkter			
Räntenetto	1	1 818	1 897
Erhållna utdelningar		6 432	5 458
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	2	8 139	3 608
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	3	3 923	3 934
Nettoresultat, räntebärande tillgångar		2 179	-3 033
Nettoresultat, derivatinstrument		-162	-62
Nettoresultat, valutakursförändringar		8 687	392
Provisionskostnader, netto	4	-264	-321
Summa rörelsens intäkter		30 752	11 873
Rörelsens kostnader			
Personalkostnader	5	-131	-126
Övriga administrationskostnader	6	-86	-86
Summa rörelsens kostnader		-217	-212
ÅRETS RESULTAT		30 535	11 661

Balansräkning

Belopp i mnkr	Not	2016-12-31	2015-12-31
TILLGÅNGAR			
Aktier och andelar			
Noterade	7	147 559	138 526
Onoterade	8	54 239	49 205
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	9	119 424	105 426
Derivatinstrument	10	2 745	2 847
Kassa och bankmedel		2 328	3 991
Övriga tillgångar	11	62	680
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	12	1 802	1 678
SUMMA TILLGÅNGAR		328 159	302 353
FONDKAPITAL OCH SKULDER			
Skulder			
Derivatinstrument	10	3 178	1 297
Övriga skulder	13	17	163
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	14	442	269
Summa skulder		3 637	1 729
Fondkapital			
	15		
Ingående fondkapital		300 624	293 907
Nettobetalingar mot pensionssystemet		-6 637	-4 944
Årets resultat		30 535	11 661
Summa fondkapital		324 522	300 624
SUMMA FONDKAPITAL OCH SKULDER		328 159	302 353
Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden			
	16		
Övriga ställda panter och jämförliga säkerheter		3 957	900
Åtaganden		25 453	24 798

Redovisnings- och värderingsprinciper

Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder ska årsredovisningen upprättas med tillämpning av god redovisningssed, varvid de tillgångar som fondmedlen placerats i ska upptas till marknadsvärdet. Med denna utgångspunkt har Första till Fjärde AP-fonderna utarbetat gemensamma redovisnings- och värderingsprinciper vilka har tillämpats och sammanfattas nedan.

Fondernas redovisnings- och värderingsprinciper anpassas successivt till den internationella redovisningsstandarden, IFRS. Eftersom IFRS är under omarbeting, har anpassningen hittills inriktats mot informationskrav enligt IFRS 7 och IFRS 13. En fullständig anpassning till IFRS skulle inte väsentligt påverka redovisat resultat och kapital. Andra AP-fonden uppfyller kraven för att definieras som ett investementföretag enligt IFRS 10. Mot nu gällande IFRS är enda större skillnaden att kassaflödesanalys inte upprättas.

Affärsdagsredovisning

Transaktioner i värdepapper och derivatinstrument på penning- och obligationsmarknaden, aktiemarknaden och valutamarknaden redovisas i balansräkningen per affärsdagen, det vill säga vid den tidpunkt då de väsentliga rättigheterna och därmed riskerna övergår mellan parterna. Fordran på eller skulden till motparten mellan affärsdag och likviddag redovisas under övriga tillgångar respektive övriga skulder. Övriga transaktioner, framförallt transaktioner avseende onoterade aktier, redovisas i balansräkningen per likviddagen, vilket överensstämmer med marknadspraxis.

Nettoredovisning

Finansiella tillgångar och skulder nettoredovisas i balansräkningen när det finns en legal rättighet att nettoredovisa transaktioner och det finns en avsikt att erlagga likvid netto eller realisera tillgången och erlagga likvid för skulden samtidigt.

Omräkning av utländsk valuta

Transaktioner i utländsk valuta omräknas till svenska kronor med den valutakurs som gäller på transaktionsdagen. På balansdagen räknas tillgångar och skulder i utländsk valuta om till svenska kronor till balansdagens valutakurser. Värdeförändringar på tillgångar och skulder i utländsk valuta uppdelas i en del som är hänförlig till värdeförändringen av tillgången eller skulden i lokal valuta och en del som är orsakad av valutakursförändringen. Valutakursresultat som uppstår vid förändring av valutakurs redovisas i resultaträkningen på raden Nettoresultat, valutakursförändringar.

Aktier i dotterföretag/intresseföretag

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder upptas aktier i dotterföretag/intresseföretag till verkligt värde. Verkligt värde bestäms enligt samma metoder som tillämpas för onoterade aktier och andelar. Krav på att upprätta koncernredovisning föreligger inte.

Värdering av finansiella instrument

Fondens samtliga placeringar värderas till verkligt värde varvid såväl realiserade som orealiserade värdeförändringar redovisas i resultaträkningen. I raderna Nettoresultat per tillgångslag ingår således såväl realiserade som orealiserade resultat. I de fall hänvisning nedan sker till vald indexleverantör, se sidan 14 i årsredovisningen för information kring aktuella index. Nedan beskrivs hur verkligt värde fastställs för fondens olika placeringar.

Noterade aktier och andelar

För aktier och andelar, som är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering enligt fondens valda indexleverantör, oftast genomsnittskurs. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara på en aktiv marknad. Erlagda courtagekostnader resultatförs under Nettoresultat noterade aktier.

Onoterade aktier och andelar

För aktier och andelar som inte är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde baserat på värdering erhållen från motparten eller annan extern part. Värderingen uppdateras då ny värdering erhållits och justeras för eventuella kassaflöden fram till bokslutstillfället. I de fall fonden på goda grunder bedömer att värderingen är felaktig sker en justering av erhållen värdering.

Värderingen avseende onoterade andelar följer IPEV:s (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines) principer eller likvärdiga värderingsprinciper och ska i första hand vara baserat på transaktioner med tredje part, men även andra värderingsmetoder kan användas.

Värdering avseende onoterade fastighetsaktier baseras på en värdering enligt substansvärdeметоден i den mån aktien inte varit föremål för transaktioner på en andrahandsmarknad. Innehav i onoterade fastighetsföretag värderas med beaktande av uppskjutna skatteskulder till det värde som används vid fastighetstransaktioner, vilket skiljer sig mot den värdering som sker i redovisningen hos fastighetsföretagen.

Obligationer och andra räntebärande tillgångar

För obligationer och andra räntebärande tillgångar bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering (oftast köpkurs) enligt fondens valda indexleverantör. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara på en aktiv marknad. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå, värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller som innebär att kassaflöden diskonteras till relevant värderingskurva.

Som ränteintäkt redovisas ränta beräknad enligt effektivräntemetoden baserat på upplupet anskaffningsvärde. Det upplupna anskaffningsvärdet är det diskonterade nuvärdet av framtida betalningar, där diskonteringsräntan utgörs av den effektiva räntan vid anskaffningstidpunkten. Detta innebär att förvärvade över- och undervärden periodiseras under återstående löptid eller till nästa räntjusteringstillfälle och ingår i redovisad ränteintäkt. Värdeförändringar till följd av ränteförändringar redovisas under Nettoresultat räntebärande tillgångar, medan värdeförändringar till följd av valutakursförändringar redovisas under Nettoresultat valutakursförändringar.

Derivatinstrument

För derivatinstrument bestäms verkligt värde baserat på noteringar vid årets slut. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå, värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller där indata utgörs av observerbara marknadsdata.

Derivatkontrakt med positivt verkligt värde per balansdagen redovisas som tillgångar medan kontrakt med negativt verkligt värde redovisas som skulder. Värdeförändringar till följd av valutakursförändringar redovisas i resultaträkningen under Nettoresultat valutakursförändringar medan övriga värdeförändringar redovisas som Nettoresultat derivatinstrument. Skillnaden mellan terminskurs och avistakurs för valutaterminer periodiseras linjärt över terminskontraktets löptid och redovisas som ränta.

Återköpstransaktioner

Vid äkta återköpstransaktion, så kallad repa, redovisas såld tillgång fortsatt i balansräkningen och erhållen likvid redovisas som skuld. Det sålda värdepappret redovisas som ställd pant inom linjen i balansräkningen. Skillnaden mellan likvid i avistaledet och terminsledet periodiseras över löptiden och redovisas som ränta.

Värdepapperslån

Utlånade värdepapper redovisas i balansräkningen till verkligt värde medan erhållen ersättning för utlåningen redovisas som

ränteintäkt i resultaträkningen. Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper kan bestå av värdepapper och/eller kontanter. I de fall Andra AP-fonden har rätt att förfoga över erhållen kontantsäkerhet redovisas denna i balansräkningen som en tillgång och en motsvarande skuld. I de fall fonden inte förfogar över säkerheten redovisas den erhållna säkerheten inte i balansräkningen utan anges separat under rubriken "Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden". Under denna rubrik redovisas även värdet av utlånade värdepapper samt säkerheter för dessa.

Poster som redovisas direkt mot fondkapitalet

In- och utbetalningar som har skett mot pensionsystemet redovisas direkt mot fondkapitalet.

Provisionskostnader

Provisionskostnader redovisas i resultaträkningen som en avdragspost under Rörelsens intäkter. De utgörs av externa kostnader för förvaltningstjänster, såsom depåbanksarvoden och fasta arvoden till externa förvaltare samt fasta avgifter för noterade fonder. Prestationsbaserade arvoden, som utgår när förvaltare uppnår en avkastning utöver överenskommen nivå där vinstdelning tillämpas, redovisas som avgående post under nettoresultat för aktuellt tillgångsslag i resultaträkningen.

Förvaltararvoden för onoterade aktier och andelar, för vilka återbetalning medges före vinstdelning och där återbetalning bedöms som sannolik, redovisas som anskaffningskostnad och kommer därmed ingå i det orealiserade resultatet. I övriga fall redovisas de som provisionskostnader.

Rörelsens kostnader

Samtliga förvaltningskostnader, exklusive courtage, arvoden till externa förvaltare och depåbanksarvoden, redovisas under Rörelsens kostnader. Investeringar i inventarier samt egenutvecklade och förvärd programvara kostnadsförs i normalfallet löpande.

Skatter

Andra AP-fonden är befriad från all inkomstskatt vid placeringar i Sverige. Skatt på utdelningar och kupongskatter som påförs i vissa länder nettoredo visas i resultaträkningen under respektive intäktslag.

Fonden är från och med 2012 registrerad till mervärdesskatt och därmed skattskyldig till mervärdesskatt för förvärv från utlandet. Fonden har inte rätt att återfå betald mervärdesskatt. Kostnadsförd mervärdesskatt inkluderas i respektive kostnads-post.

Belopp i miljoner kronor (mnkr), där inget annat anges.

NOTER

Noter till resultat- och balansräkningarna

1 Räntenetto

Belopp i mnkr	Jan-dec 2016	Jan-dec 2015
Räntetäckter		
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	3 262	2 611
Derivatinstrument	551	239
Övriga räntetäckter	81	70
Summa räntetäckter	3 894	2 920
Räntekostnader		
Derivatinstrument	-2 054	-990
Övriga räntekostnader	-22	-33
Summa räntekostnader	-2 076	-1 023
Räntenetto	1 818	1 897

2 Nettoresultat, noterade aktier och andelar

Belopp i mnkr	Jan-dec 2016	Jan-dec 2015
Resultat noterade aktier och andelar	8 242	3 726
avdrag courtage	-103	-118
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	8 139	3 608

3 Nettoresultat, onoterade aktier och andelar

Belopp i mnkr	Jan-dec 2016	Jan-dec 2015
Realisationsresultat	1 492	1 780
Orealiserade värdeförändringar	2 431	2 154
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	3 923	3 934

Redovisning av externa förvaltarvoden till onoterade tillgångar sker enligt två olika principer beroende på om underliggande förvaltningsavtal medger återbetalning före vinstdelning i samband med framtida vinstgivande avyttringar eller ej. I fall där avtalen medger sådan återbetalning redovisas erlagda arvoden som en del av tillgångens anskaffningsvärde och belastar därmed realiserat nettoresultat för onoterade tillgångar. Återbetalad management fee påverkar följaktligen realiserat resultat positivt. I fall där avtalet inte medger återbetalning, kostnadsförs erlagt arvode direkt under Provisionskostnader.

Under året har totalt 204 (235) mnkr erlagts i förvaltarvoden avseende onoterade tillgångar, varav 198 (232) mnkr medger återbetalning enligt ovanstående princip. Under året har även 171 (200) mnkr återbetalats och det realiserade resultatet för onoterade aktier och andelar har därmed netto påverkats negativt med 27 (negativt med 32) mnkr. Erlagda arvoden, där avtal ej medger återbetalning, uppgick till 6 (3) mnkr och redovisas som provisionskostnader, se not 4, Provisionskostnader, nedan.

4 Provisionskostnader, netto

Belopp i mnkr	Jan-dec 2016	Jan-dec 2015
Externa förvaltningsarvoden, noterade tillgångar	219	291
Externa förvaltningsarvoden, onoterade tillgångar	6	3
Övriga provisionskostnader inklusive depåbankskostnader	39	27
Summa provisionskostnader	264	321

I Provisionskostnader ingår ej prestationsbaserade kostnader. Prestationsbaserade kostnader har under året uppgått till 139 (144) mnkr och reducerar nettoresultatet för respektive tillgångsdrag.

forts. Not 4

Externa förvaltningsmandat den 31 december 2016, mnkr

Mandat	Genomsnittligt förvaltad kapital 2016	Marknadsvärde 2016-12-31*	% av fondkapital	Extern förvalt- ningskostnad
Externa diskretionära förvaltningsmandat				
Aktiemandat				
Aktiv förvaltning				
MFS	Globala aktier	5 107	5 299	
APS	Kinesiska A-aktier	2 057	2 148	
Cephei	Kinesiska A-aktier	1 560	1 614	
UBS	Kinesiska A-aktier	489	530	
Totalt externa diskretionära förvaltningsmandat	9 213	9 591	3	58
Investeringar i noterade externa fonder				
Aktiefonder				
	9 825	10 741		55
Räntefonder				
	13 058	14 119		82
GTAA-fonder				
	1 416	1 577		24
Totalt investeringar i noterade externa fonder	24 299	26 437	8	161
Investeringar i onoterade riskkapitalfonder, skogs- och jordbruksfastigheter				
	19 252	20 511	6	6
SUMMA EXTERNT FÖRVALTAT KAPITAL OCH FÖRVALTNINGSKOSTNADER				
	52 764	56 539	17	225

* Marknadsvärde inklusive allokerad likviditet, derivat och upplupna räntor.

NOTER

5 Personal

Antal anställda	2016			2015		
	Totalt	Män	Kvinnor	Totalt	Män	Kvinnor
Medelantal anställda	67	44	23	67	44	23
Antal anställda den 31 december	66	44	22	64	42	22
Antal personer i ledningsgruppen den 31 december	7	5	2	7	5	2

Personalkostnader i tkr, 2016	Löner och arvoden	Rörlig ersättning	Pensionskostnader	Sociala kostnader inkl. särskild löneskatt	Summa
Styrelseordförande	115	–	–	37	152
VD	3 797	–	1 500	1 559	6 856
Styrelsen exklusive ordförande	507	–	–	143	650
Ledningsgruppen exkl. VD					
Kapitalförvaltningschef	3 025	–	843	1 176	5 044
Chef Affärsstöd	1 678	–	782	717	3 177
Chefstrateg	2 438	–	664	929	4 031
Chefsjurist	2 235	–	577	760	3 572
Chef Kommunikation & HR	1 785	–	642	611	3 038
Chef Risk och Avkastningsanalys	1 729	–	484	661	2 874
Övriga anställda	51 663	5 447	18 788	22 385	98 283
Summa	68 972	5 447	24 280	28 978	127 677
Övriga personalkostnader					3 547
Summa personalkostnader					131 224

Personalkostnader i tkr, 2015	Löner och arvoden	Rörlig ersättning	Pensionskostnader	Sociala kostnader inkl. särskild löneskatt	Summa
Styrelseordförande	115	–	–	37	152
VD	3 495	–	1 474	1 479	6 448
Styrelsen exklusive ordförande	505	–	–	136	641
Ledningsgruppen exkl. VD					
Kapitalförvaltningschef	2 974	–	780	1 157	4 911
Chef Affärsstöd	1 586	–	687	665	2 938
Chefstrateg	2 400	–	782	944	4 126
Chefsjurist	2 233	–	709	874	3 816
Chef Kommunikation & HR	1 734	–	694	743	3 171
Chef Risk och Avkastningsanalys	1 644	–	540	647	2 831
Övriga anställda	48 954	4 750	19 345	21 186	94 235
Summa	65 640	4 750	25 011	27 868	123 269
Övriga personalkostnader					3 024
Summa personalkostnader					126 293

Styrelse

Arvoden och andra ersättningar till styrelseledamöterna bestäms av regeringen. Ersättningen uppgår per år till 100 000 kronor för ordföranden, 75 000 kronor för vice ordföranden och 50 000 kronor till övriga ledamöter. Regeringen har fattat beslut om att ersättning kan utgå med sammanlagt 100 000 kronor för kommittéarbete. Inga arvoden har utgått för styrelsemedlemmars arbete i Ersättningskommittén. För arbete i Riskkommittén har utgått ersättning med 30 000 kronor till ordföranden och 25 000 kronor till ledamot. För arbete i Revisionskommittén har utgått ersättning med 20 000 kronor till ordföranden och 15 000 kronor till ledamot.

Styrelseledamöters övriga styrelseuppdrag

Se sidan 78.

VD

I VD:s anställningsavtal förbinder sig fonden att betala premier för tjänstepensions- och sjukförsäkring med pensionsålder 65 med en årlig premie motsvarande 30 procent av bruttolönen. Vid uppsägning från fondens sida åger VD rätt till avgångsvederlag, motsvarande 18 månadslöner utöver lön under uppsägningstiden om sex månader, reducerat med inkomst från ny anställning. Avgångsvederlaget beräknas på den kontanta månadslönen vid uppsägningstidens utgång. Erhållna förmåner för VD uppgår till 7 (75) tkr.

Ledningsgrupp

Utöver lön, andra ersättningar och pension har ledningsgruppen erhållit förmåner enligt följande särredovisning: Kapitalförvaltningschef 66 (106) tkr, Chef för Affärsstöd 0 (0) tkr, Chefstrateg 6 (1) tkr, Chefsjurist 0 (0) tkr, Chef Kommunikation & HR 0 (39) tkr, Chef Risk och Avkastningsanalys 0 (1) tkr. Medlemmar i ledningsgruppen omfattas ej av programmet för prestationsbaserad rörlig ersättning. För ledande befattningshavare gäller pensionsavtalet mellan BAO och JUSEK/CR/CF (SACO). Regeringens riktlinjer anger 6 månaders uppsägningstid med 18 månaders avgångsvederlag för ledande befattningshavare. För två ledande befattningshavare på Andra AP-fonden anställda innan regeringens riktlinjers ikraftträdande gäller 12 månaders uppsägningstid utan avgångsvederlag. Dessa har inte omförhandlats då detta skulle medföra en högre kostnad för fonden.

Lönväxling

Samtliga anställda ges möjlighet att löneväxla lön mot pension.

Rörlig ersättning

Styrelsen har beslutat om ett program för rörlig ersättning i linje med regeringens riktlinjer. Andra AP-fondens incitamentsprogram innefattar alla medarbetare utom VD och övriga i fondledningen. Programmet innebär att alla som omfattas kan erhålla maximalt två månadslöner i rörlig ersättning. Programmet är kopplat till långsiktiga mål. En förutsättning för att den rörliga ersättningen ska betalas ut är att fonden redovisar ett positivt totalresultat. Programmets omfattning beskrivs på fondens hemsida www.ap2.se

Berednings- och beslutsprocess

Styrelsearvoden fastställs av regeringen. Styrelsen fastställer VD:s lön och riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare.

Regeringens riktlinjer

Andra AP-fonden har under flera år deltagit i Willis Towers Watsons löne- och förmånsundersökning. Syftet med undersökningen är att redovisa marknadsmässiga löne- och anställningsvillkor för olika befattningar, baserat på de deltagande företagens information. Denna lönestatistik har Andra AP-fonden använt för att jämföra ersättningsnivåerna för samtliga av fondens medarbetare. För 2016 har fondens ersättningsnivåer jämförts med ett femtontal privata och statliga aktörer inom finansbranschen, bland annat AMF, övriga AP-fonder och Kammarkollegiet. Utgångspunkten för fondens ersättningar är att de ska ligga runt medianen för jämförelsegruppen i Willis Towers Watsons löne- och förmånsundersökning.

Styrelsens bedömning är att ersättningsnivåerna till såväl ledande befattningshavare som fondens övriga medarbetare är rimliga, väl avvägda, konkurrenskraftiga, takbestämda och ändamålsenliga samt bidrar till en god etik och organisationskultur. Ersättningarna är inte löneledande i förhållande till jämförbara institut utan präglas av måttfullhet och faller väl inom den utgångspunkt som styrelsen angivit för ersättningar till de anställda. Styrelsen anser att fonden följer regeringens riktlinjer vad avser ersättningar, förutom ovan nämnda undantag om uppsägningstid. Den sammanlagda kostnaden vid en uppsägning ryms dock med god marginal inom regeringens riktlinjer. Mer information finns på www.ap2.se

Övrigt

Enligt hållbarhetsregelverket GRI ska bolag redovisa huruvida fackföreningsfrihet råder samt om det finns anställda under 18 år. I enlighet med svensk lag råder fackföreningsfrihet på Andra AP-fonden. Fondens har inga anställda under 18 år.

6 Övriga administrationskostnader

Belopp i mnkr	Jan–dec 2016	Jan–dec 2015
Lokalkostnader	5	5
Informations- och IT-kostnader	58	58
Köpta tjänster	12	11
Övriga kostnader	11	12
Summa övriga administrationskostnader	86	86
Arvoden till revisorerna		
Revisionsuppdrag		
PwC	0,71	0,61
Revisionsverksamhet utöver revisionsuppdraget		
PwC	–	–
Summa ersättning till PwC	0,71	0,61

7 Aktier och andelar, noterade

Belopp i mnkr	2016-12-31	2015-12-31
Svenska aktier	35 231	29 784
Utländska aktier	100 010	97 947
Andelar i utländska fonder*	12 318	10 795
Summa aktier och andelar, noterade	147 559	138 526
* varav andelar i blandfonder	1 577	1 449

Andra AP-fonden bedriver likt andra aktörer inom långsiktig kapitalförvaltning värdepappersutlåning. Utlåningen sker till motparter som har hög kreditvärdighet och som ställer säkerhet motsvarande cirka 105 procent av utlånade värdepappers marknadsvärde.

Under 2016 uppgick de totala intäkterna från värdepappersutlåningen till 41 mnkr. Intäkterna gav ett positivt bidrag till fondens relativa avkastning och redovisas som ränteintäkt i resultaträkningen. Erhållen säkerhet för utlånade värdepapper redovisas i not 16.

Specifikation över de värdemässigt 20 största svenska och utländska innehaven återfinns på sidorna 70–72.

En komplett förteckning över svenska och utländska innehav återfinns på fondens hemsida www.ap2.se

NOTER

8 Aktier och andelar, onoterade

Belopp i mnkr	2016-12-31	2015-12-31
Aktier i svenska intresseföretag	13 771	15 520
Aktier i utländska intresseföretag	18 744	15 261
Aktier i övriga onoterade svenska företag	0	1
Aktier i övriga onoterade utländska företag	21 724	18 423
Summa aktier och andelar, onoterade	54 239	49 205

Vid beräkning av andelen onoterade innehav i förhållande till den lagstadgade femprocentlimiten uppgick denna till 4,97 procent den 31 december 2016. Sex riskkapitalfonder innehåller mer än 50 procent onoterade värdepapper och definieras därmed inte vid limituppföljning som onoterade tillgångar.

Belopp i mnkr	Org nr	Säte	Antal aktier	Ägarandel kapital/röster, %	2016-12-31 Verkligt värde	2015-12-31 Verkligt värde	Eget kapital	Resultat
Svenska aktier och andelar, intresse- och dotterbolag								
Cityhold Property AB	556845-8631	Stockholm	4 105 066	50	–	63	*	*
NS Holding AB	556594-3999	Sundsvall	1 819 884	50	–	6 475	*	*
Vasakronan Holding AB	556650-4196	Stockholm	1 000 000	25	13 771	8 982	46 117**	10 916**
Utländska aktier och andelar, intresse- och dotterbolag								
Chaptwo S.ä.r.l.		Luxemburg		100	2 050	3 239		
Lewis & Clark Timberlands LLC		USA		24	1 345	–		
Molpus Nordic Woodlands		USA		99	661	190		
TIAA-CREF Global Agriculture LLC		USA		23	3 869	3 288		
TIAA-CREF Global Agriculture II LLC		USA		25	2 400	1 254		
U.S. Office Holdings L.P.		USA		41	5 000	4 532		
U.S. Core Office APTWO L.P. ***		USA		99	3 418	2 758		

* Aktierna i NS Holding är avyttrade och Cityhold Property AB är likviderat under räkenskapsåret.

** Avser offentliggjorda siffror per 2016-12-31.

*** Holdingbolag med 41 procents ägarandel i US Core Office Holding L.P. samt minoritetsandelar i andra fastigheter tillsammans med NPS och Tishman Speyer.

Belopp i mnkr	Säte	Ägarandel i kapital, %	2016-12-31 Anskaffningsvärde	2015-12-31 Anskaffningsvärde
Övriga onoterade svenska aktier och andelar				
EQT Northern Europe KB	Stockholm		1	53
Swedstart Life Science KB	Stockholm		5	4
Swedstart Tech KB	Stockholm		3	3
Fem största innehaven i övriga onoterade utländska aktier och andelar				
Pathway Private Equity Fund IXC	USA	99	1 059	1 010
Teays River Investments LLC	USA	7	665	665
Pathway Private Equity Fund IXB	USA	99	860	935
TPG Growth II, L.P.	USA	2	290	298
Khosla Ventures IV L.P.	USA	5	319	295

En komplett förteckning över övriga svenska och utländska onoterade innehav återfinns på fondens hemsida www.ap2.se

9 Obligationer och andra räntebärande tillgångar

Belopp i mnkr	2016-12-31	2015-12-31
	Verkligt värde	Verkligt värde
Svenska staten	7 685	7 683
Svenska kommuner	148	145
Svenska bostadsinstitut	20 259	19 712
Övriga svenska emittenter		
Finansiella företag	9 171	10 520
Icke-finansiella företag	1 312	3 140
Utländska stater	23 465	21 695
Övriga utländska emittenter	57 380	42 527
Dagslån	4	4
Summa	119 424	105 426
Övriga obligationer	104 197	89 917
Onoterade lån	1 104	3 000
Andelar i utländska räntefonder	14 119	12 505
Dagslån	4	4
Summa	119 424	105 426

NOTER

10 Derivatinstrument

Belopp i mnkr	2016-12-31		2015-12-31	
	Verkligt värde Positivt	Verkligt värde Negativt	Verkligt värde Positivt	Verkligt värde Negativt
Aktierelaterade instrument				
Terminer	295	6	24	21
Summa	295	6	24	21
varav clearat	295	6	24	21
Ränterelaterade instrument				
Optioner, innehavd	–	11	–	–
Optioner, utställd	13	–	–	–
FRA/Terminer	33	68	38	26
Swappar	1	21	36	–
Summa	47	100	74	26
varav clearat	45	79	38	18
Valutarelaterade instrument				
Optioner, innehavd	6	–	6	–
Optioner, utställd	–	4	–	3
Terminer	2 397	3 068	2 743	1 247
Summa	2 403	3 072	2 749	1 250
varav clearat	–	–	–	–
Summa derivatinstrument	2 745	3 178	2 847	1 297

Derivatpositioner med negativt värde uppgående till 21 mnkr har längre löptid än 12 månader. Positionerna avser swap-avtal, vilka förfaller 2031.

Utställda säljoptioner är del i en strategi som reducerar fondens totala risk. Nettoposition av säljoptioner har en begränsad maxförlust. För sålda valutaoptioner har fonden alltid ett leveranskrav att uppfylla förpliktelserna enligt optionskontraktet, det vill säga när fonden sålt en valutaoption har köparen rätt att utnyttja den oavsett om det är fördelaktigt eller ej jämfört med aktuell valutakurs. För övriga utställda säljoptioner har fonden inga leveranskrav.

Användning av derivatinstrument

Det primära sättet att valutasäkra fondens portfölj är via derivat. Andra skäl till att använda sig av derivat är för att effektivisera förvaltningen, skapa mervärde och reducera risk. Andra AP-fondens användning av derivat regleras i fondens verksamhetsplan. Bland begränsningarna finns att köpoptioner och terminer endast får ställas ut om det finns täckning genom innehav i underliggande tillgångar. Under 2016 användes derivatinstrument företrädesvis inom följande områden:

- Valutaderivat – terminer och optioner – för hantering av fondens valutaexponering.
- Aktiederivat – främst standardiserade aktieindexterminer – för effektiv rebalansering av portföljen och vid positionstagande i den taktiska tillgångsallokeringen.

- Räntederivat – främst standardiserade ränteterminer och ränteswappar – för rebalansering, taktisk tillgångsallokering och för hantering av fondens ränterisk. Begränsat utnyttjande av ränteoptioner i syfte att positionera fonden mot ränterisk.
- Strukturerade derivat – används för att skapa exponering mot marknadsrörelser som inte finns att tillgå inom traditionella aktie-, ränte- eller valutaderivat.
- Inom ramen för fondens GTAA-mandat samt alternativa riskpremiemandat sker positionstagning med hjälp av derivat. Mandaten tillåts agera med hjälp av korta och långa positioner i de tillåtna tillgångslagen. Dock tillåts mandaten inte ha en nettolång position över tid.

Exponering i derivatinstrument följs upp och analyseras löpande. Aktie- och räntederivat handlas företrädesvis på standardiserade marknader i clearade produkter, varför motpartsriskerna enbart är mot clearinginstitutet. Handeln med valuta- och kreditmarknadens derivatinstrument är inte standardiserad och därmed finns såväl motparts- som leveransrisker gentemot fondens motparter.

VD godkänner och sätter limiter för de motparter som fonden använder för ej standardiserade produkter och exponeringen bevakas löpande. För OTC-handel kräver fonden standardiserade avtal såsom ISDA-avtal och i ökad omfattning CSA, som reglerar säkerhetsmassan mellan motparter.

11 Övriga tillgångar

Belopp i mnkr	2016-12-31	2015-12-31
Fordringar sålda ej likviderade tillgångar	56	674
Övriga fordringar	6	6
Totalt	62	680

12 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

Belopp i mnkr	2016-12-31	2015-12-31
Upplupna ränteutgifter	1 339	1 418
Upplupna utdelningar	337	170
Restititioner	113	73
Övriga förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	13	17
Totalt	1 802	1 678

13 Övriga skulder

Belopp i mnkr	2016-12-31	2015-12-31
Skulder köpta ej likviderade tillgångar	2	136
Leverantörsskulder	5	14
Övriga skulder	10	13
Totalt	17	163

14 Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader

Belopp i mnkr	2016-12-31	2015-12-31
Upplupna externa förvaltararvoden	39	46
Upplupen räntekostnad på valutaterminer	370	194
Övriga upplupna kostnader	33	29
Totalt	442	269

15 Fondkapital

Belopp i mnkr	2016-12-31	2015-12-31
Ingående fondkapital	300 624	293 907
Nettobetalingar mot pensionssystemet		
Inbetalda pensionsavgifter	64 174	61 373
Utbetalda pensionsmedel till Pensionsmyndigheten	-70 595	-66 141
Överflyttning av pensionsrätter till EG	-1	-2
Reglering av pensionsrätter avseende tidigare år	1	2
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	-216	-176
Summa nettobetalingar mot pensionssystemet	-6 637	-4 944
Årets resultat	30 535	11 661
Utgående fondkapital	324 522	300 624

16 Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden

Belopp i mnkr	2016-12-31	2015-12-31
Övriga ställda panter och jämförbara säkerheter		
Utlånade värdepapper mot erhållen säkerhet i form av värdepapper och kontantsäkerhet*	3 598	559
Ställda säkerheter avseende börsclearade derivatavtal	359	269
Ställda säkerheter avseende OTC-derivat (CSA-avtal)	-	72
Åtagande		
Åtagande om framtida investeringar avseende onoterade innehav	20 953	20 298
Teckningsåtagande av certifikat	4 500	4 500

* Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper uppgår till 3 845 (598) mnkr.

17 Finansiella instrument, pris- och värderingshierarki

Fondkapitalets värdering – Marknadsnoterade tillgångar

Den största delen av fondens tillgångar är marknadsnoterade med innebörden att de handlas på en aktiv marknad med priser som representerar faktiska och regelbundet förekommande marknadstransaktioner. Fondens marknadsnoterade tillgångar värderas dagligen till noterade marknadspriser och utgörs av aktier, obligationer, derivat, fonder och valutor.

För så kallade OTC-derivat baseras värderingen på antingen teoretisk modellvärdering eller på värdering från extern part. För fondens innehav i valutaterminer och ränteswappar baseras värderingen på en teoretisk modellvärdering, där modellens subjektiva inslag i dagsläget uteslutande är valet av räntekurvor och metod för beräkning och uppskattning av framtida värde (interpolering och extrapolering). Samma metodik används för deposter, kortfristiga certifikat och liknande instrument.

För övriga OTC-derivat används uteslutande värdering från extern part utan subjektiva inslag från fonden. Vid utgången av 2016 fanns ett fåtal utestående strukturerade OTC-derivat i fondens portföljer.

I perioder då likviditet för marknadsnoterade papper saknas på marknaden, krävs en ökad grad av subjektivitet vid värdering. Marknaden karaktäriseras vid sådana förhållanden av kraftigt ökade skillnader mellan köp- och säljkurser, som även kan skilja markant mellan marknadsaktörer. Andra AP-fonden har vid sådana tillfällen en konservativ värderingsansats. Vid eventuell avnotering av en tillgång tas hänsyn till marknadsnoteringar på alternativa handelsplatser. Varje enskilt värdepapper bedöms i dessa lägen separat.

Fondkapitalets värdering – Alternativa investeringar

För tillgångar som ej värderas på en aktiv marknad tillämpas olika värderingstekniker för framtagande av ett vid värderingstidpunkten verkligt värde.

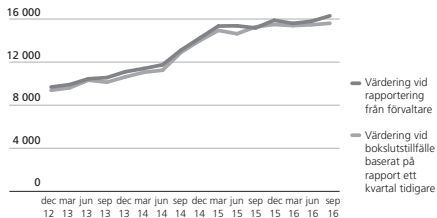
Värdet bedöms motsvara det pris till vilket en transaktion mellan kunniga, sinsemellan oberoende, parter kan genomföras. Dessa icke-marknadsnoterade tillgångar utgörs för Andra AP-fondens del av onoterade fastigheter (cirka tolv procent av den totala portföljen), riskkapitalfonder (knapp fem procent av den totala portföljen) och OTC-derivat.

Riskkapitalfonder värderas enligt IPEV:s principer (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines) eller likvärdiga värderingsprinciper och ska i första hand vara baserade på transaktioner med tredje part, men även andra värderingsmetoder kan användas.

NOTER

forts. Not 17

Validering av värderingar inom riskkapitalfonder, mnkr



Analys av resultatpåverkan till följd av rapporteringens tidsförskjutning visar att Andra AP-fondens värderingar i officiella bokslut i allt väsentligt ligger lägre än slutrapporterat värde från riskkapitalförvaltarna.

Huvudsakligen använder riskkapitalfonderna diskonterade kassaflöden, substansvärdemetoden och multipelvärdning för beräkning av rättvisande marknadsvärden. Värdering av innehaven baseras på de senaste erhållna kvartalsrapporterna från respektive riskkapitalfond. Kvartalsrapporterna erhålls normalt inom 90 dagar efter ett kvartalsavslut. Detta innebär att vid värdering av fondens innehav per årsskiftet 2016 utnyttjades i huvudsak värdering av riskkapitalfonderna per den 30 september 2016, justerat för in- och utflöden under det fjärde kvartalet. Denna värderingsmetodik har konsekvent tillämpats av Andra AP-fonden sedan start.

En analys av hur stor påverkan denna tidsförskjutning haft sedan december 2012, visar att AP-fondens värdering i officiella bokslut i allt väsentligt legat lägre än slutrapporterat värde från riskkapitalförvaltarna. En bedömning från tredje part av marknadsutvecklingen under sista kvartalet 2016 visar en fortsatt positiv resultatutveckling för riskkapitalfonder på fondens främsta geografiska marknader under årets sista kvartal.

Verkligt värde

Verkligt värde definieras som det pris som vid värderingstidpunkten skulle erhållas vid försäljning av en tillgång eller betalas vid överlåtelse av en skuld genom en ordnad transaktion mellan marknadsaktörer.

Fondens innehav delas därför upp i tre olika nivåer och klassificeras baserat på vilken indata som används vid värderingen. Andra AP-fonden klassificerar sina tillgångar till verkligt värde enligt följande hierarki.

Förändring under 2016 inom nivå 3, mnkr

	Aktier och andelar, noterade	Aktier och andelar, onoterade	Obligationer och andra räntebärande tillgångar	Totalt
Ingående värde januari 2016	0	49 205	3 000	52 205
Köp	–	8 818	1 459	10 277
Försäljningar	–	–8 724	–3 366	–12 090
Värdeförändringar	0	4 940	11	4 951
Omklassificeringar	–	–	–	–
Totalt	0	54 239	1 104	55 343

100 procent av värdeförändringarna är realiserade per bokslutsdagen.

Verkligt värde hierarki, mnkr

	2016-12-31			Totalt verkligt värde
	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	
Aktier och andelar, noterade	135 082	12 477	0	147 559
Aktier och andelar, onoterade	–	–	54 239	54 239
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	103 949	14 371	1 104	119 424
Derivatillgångar	340	2 405	–	2 745
Derivatskulder	–86	–3 092	–	–3 178
Finansiella tillgångar och skulder värderade till verkligt värde	239 285	26 161	55 343	320 789*

	2015-12-31			Totalt verkligt värde
	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	
Aktier och andelar, noterade	127 508	11 018	0	138 526
Aktier och andelar, onoterade	–	–	49 205	49 205
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	89 917	12 509	3 000	105 426
Derivatillgångar	62	2 785	–	2 847
Derivatskulder	–39	–1 258	–	–1 297
Finansiella tillgångar och skulder värderade till verkligt värde	217 448	25 054	52 205	294 707*

* Skillnad mot redovisat fondkapital avser poster ej relaterade till finansiella investeringar, såsom interimsposter och övriga tillgångar/skulder.

Nivå 1: Finansiella instrument som handlas på en aktiv marknad. Marknaden bedöms aktiv om det finns noterade priser som regelbundet uppdateras med högre frekvens än en gång per vecka och om dessa priser används okorrigerat för avslut på marknaden.

Nivå 2: Finansiella instrument som handlas på en marknad som inte bedöms aktiv, men där det finns noterade priser som används okorrigerat för avslut eller observerbara indata som regelbundet uppdateras för indirekt värdering med allmänt vedertagna modeller.

Nivå 3: Finansiella instrument som värderas med ett inte oväsentligt inslag av ej observerbara data eller som i övrigt inte kan klassificeras till nivå 1 eller nivå 2.

Nivå 3 innehåller framförallt fondens innehav i riskkapitalfonder och onoterade fastigheter, där värderingen inte bygger på observerbara marknadsdata. Värdeförändringar i resultaträkningen redovisas främst under Nettoresultat, onoterade aktier och andelar.

forts. Not 17

Förändring under 2015 inom nivå 3, mnkr

	Aktier och andelar, noterade	Aktier och andelar, onoterade	Obligationer och andra räntebärande tillgångar	Totalt
Ingående värde januari 2015	23	39 783	3 320	43 126
Köp	14	5 353	–	5 367
Försäljningar	–	–	–318	–318
Värdet förändringar	–37	4 069	–2	4 030
Omklassificeringar	–	–	–	–
Totalt	–	49 205	3 000	52 205

100 procent av värdet förändringarna är orealiserade per bokslutsdagen.

Känslighetsanalys onoterade tillgångar**Skogs- och jordbruksfastigheter**

Värdeutvecklingen på skogs- och jordbruksfastigheter styrs till stor del av efterfrågan på skogs- och jordbruksrelaterade råvaror. Värdet på skogs- och jordbruksmark kan dock variera stort inom samma region och vara i olika hög grad korrelerade med råvarupriserna. Jordbruksfastighetens driftsriktning, markens kvalitet, fastighetens skogsbestånd, långsiktig avverkningsplan, infrastruktur, topografi samt makroekonomiska faktorer är parametrar som i hög grad påverkar den enskilda fastighetens värde.

På lång sikt styrs värdet på skogs- och jordbruksmark huvudsakligen av framtida förväntade intäkter från jord- och skogsbruket i kombination med räntenivåer. Värdet på skogs- och jordbruksmark tenderar att stiga under förhållanden med låga räntor och höga råvarupriser. På samma sätt tenderar värdet på marken att reduceras genom stigande räntor, eftersom diskonteringen av de framtida intäkterna från brukandet av marken då ökar. Högre räntor sänker priset på skogs- och jordbruksråvaror och ger lägre intäkter för operatörerna och till sist lägre värde på marken. Det krävs dock relativt stora fall i spannmålspriset under en längre tid för att påverka markvärdena signifikant.

Riskkapitalfonder

De enskilda bolagens värderingar i en riskkapitalfond drivs till största del av följande faktorer:

- vinsttillväxt i bolaget, bättre försäljning och EBITDA
- multipelexpansion, bättre marginaler
- skuldminskning
- ökade marknadsandelar, utveckling av produkter och service (geografisk expansion, tekniska framsteg, unikt/nytt utbud av produkter/service).

Riktlinjer för värdering till verkligt värde av denna typ av investeringar innefattar värderingsmodeller som i många fall har kopplingar till noterade bolag i relevanta jämförelsegrupper. Detta medför att bolagens värderingar påverkas av noterad marknad men inte med samma genomslag och alltid med tre månaders förskjutning. Andra AP-fondens erfarenhet är att de flesta förvaltare generellt har en konservativ värderingsansats, något som är extra synbart på marknader med snabb och kraftig uppgående kursutveckling på börserna.

Konventionella fastigheter

Även om många olika faktorer påverkar fastighetsbolagens resultat och finansiella ställning, är värdeutvecklingen på bolagens fastigheter det riskområde som har störst påverkan på deras resultat. Fastigheternas marknadsvärde påverkas av förändrade antaganden om hyres- och vakansnivåer samt driftkostnader och direktavkastningskrav. Den ekonomiska tillväxten på de marknader där fastigheterna är belägna utgör grunden för dessa antaganden. Ekonomisk tillväxt antas leda till ökad efterfrågan på lokaler och därmed minskade vakanser, med potential för höjda marknadshyror. Enskilt störst påverkan har avkastningskravet.

För Andra AP-fondens innehav i konventionella fastighetsbolag bedöms den samlade effekten för fondens resultatandel av en tänkt förändring i direktavkastningskrav, om +/-0,25 procent på bolagens redovisade resultat före skatt, uppgå till -2,1 mdkr respektive +2,3 mdkr.

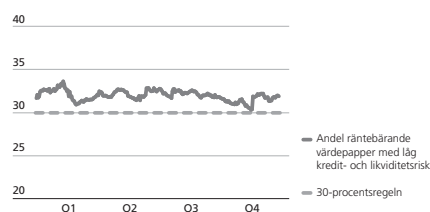
NOTER

18 Finansiella risker

Likviditetsrisken begränsas bland annat genom 30-procentsregeln (externa placeringsregler för Första–Fjärde AP-fonden som anger att minst 30 procent av fondernas totala kapital måste vara placerade i värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk) samt att maximalt fem procent av fondens totala tillgångar får vara investerade i onoterade tillgångar. Under 2016 låg fondens andel i värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk kring 31–33 procent. Per årsskiftet uppgick andelen onoterade tillgångar till 4,97 procent. Likviditetsrisken på skuldsidan är mycket liten och utgörs av derivatskulder.

För ytterligare riskupplysningar se avsnittet "God riskspridning i portföljen", sidorna 42–47.

Likviditetsrisk, %



Finansiella tillgångar och skulder som nettas i balansräkningen eller lyder under kvittningsavtal

2016-12-31	Bruttobelopp	Nettade belopp i balansräkningen	Nettobelopp i balansräkningen	Belopp som inte nettas i balansräkningen		Nettobelopp efter kvittning	Övrigt*	Summa i balansräkningen
				Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Erhållna/lämnade säkerheter			
TILLGÅNGAR								
Derivat	2 403	–	2 403	–1 126	–495	782	342	2 745
Summa	2 403	–	2 403	–1 126	–495	782	342	2 745
SKULDER								
Derivat	3 093	–	3 093	–1 126	–	1 967	85	3 178
Summa	3 093	–	3 093	–1 126	–	1 967	85	3 178

2015-12-31	Bruttobelopp	Nettade belopp i balansräkningen	Nettobelopp i balansräkningen	Belopp som inte nettas i balansräkningen		Nettobelopp efter kvittning	Övrigt*	Summa i balansräkningen
				Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Erhållna / lämnade säkerheter			
TILLGÅNGAR								
Derivat	2 785	–	2 785	–654	–191	1 940	62	2 847
Summa	2 785	–	2 785	–654	–191	1 940	62	2 847
SKULDER								
Derivat	1 250	–	1 250	–654	–72	524	47	1 297
Summa	1 250	–	1 250	–654	–72	524	47	1 297

* Övriga instrument i balansräkningen som inte lyder under avtal som tillåter kvittning.

19 **Närstående**

Syftet med noten är att upplysa om hur Andra AP-fondens resultat och ställning har påverkats av transaktioner, utestående mellanhavanden, inklusive åtaganden, med närstående i enlighet med definitioner i IAS 24.

Som närstående till Andra AP-fonden betraktas bolag där fonden äger minst 20 procent av rösterna (se intressebolag not 8) samt fondens styrelseledamöter och ledningsgrupp. Avseende löner och ersättningar till Andra AP-fondens styrelseledamöter och ledningsgrupp, se not 5.

Belopp i mnkr	2016-12-31	2015-12-31
Närstående, röstandel		
Vasakronan Holding AB, 25 procent		
Ränteintäkter	147	215
Ägarlån	-	3 000
Aktieägartillskott	3 000	-
Åtagande om att på Vasakronans begäran köpa företagscertifikat i bolaget upp till ett vid var tid högsta sammanlagda likvidbelopp om	4 500	4 500
Chaptwo S.å.r.l., 100 procent		
Ränteintäkter	71	-
Aktieägartillskott	93	4
Investeringsåtagande	2 395	2 229
Cityhold Property AB, 50 procent		
Ränteintäkter	-	19

Bolaget har avvecklats under året.

Förvaltningsberättelsen, resultaträkningen, balansräkningen och noterna för 2016 har fastställts av styrelsen.

Göteborg den 8 februari 2017

Marie S. Arwidson
Ordförande

Sven Björkman
Vice ordförande

Ola Alfredsson

Jeanette Hauff

Ole Settergren

Johnny Capor

Kristina Mårtensson

Ulrika Boëthius

Christer Käck

Vår revisionsberättelse har lämnats den 8 februari 2017

Sussanne Sundvall
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Revisionsberättelse

För Andra AP-fonden, org.nr 857209-0606

Rapport om årsredovisningen

Uttalanden

Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Andra AP-fonden för år 2016. Fondens årsredovisning ingår på sidorna 31–67 i detta dokument.

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Andra AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2016 och av dess finansiella resultat för året enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Förvaltningsberättelsen är förenlig med årsredovisningens övriga delar.

Vi tillstyrker därför att resultaträkningen och balansräkningen fastställs.

Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing (ISA) och god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt dessa standarder beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Andra AP-fonden enligt god revisionssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Annan information än årsredovisningen

Detta dokument innehåller även annan information än årsredovisningen och denna återfinns på sidorna 1–30 samt 70–80. Det är styrelsen och den verkställande direktören som har ansvaret för denna andra information.

Vårt uttalande avseende årsredovisningen omfattar inte denna information och vi gör inget uttalande med bestyrkande avseende denna andra information.

I samband med vår revision av årsredovisningen är det vårt ansvar att läsa den information som identifieras ovan och överväga om informationen i väsentlig utsträckning är oförenlig med årsredovisningen. Vid denna genomgång beaktar vi även den kunskap vi i övrigt inhämtat under revisionen samt bedömer om informationen i övrigt verkar innehålla väsentliga felaktigheter.

Om vi, baserat på det arbete som har utförts avseende denna information, drar slutsatsen att den andra informationen innehåller en väsentlig felaktighet, är vi skyldiga att rapportera detta. Vi har inget att rapportera i det avseendet.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för att årsredovisningen upprättas och att den ger en rättvisande

bild enligt lagen om allmänna pensionsfonder. Styrelsen och verkställande direktören ansvarar även för den interna kontroll som de bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

Vid upprättandet av årsredovisningen ansvarar styrelsen och verkställande direktören för bedömningen av fondens förmåga att fortsätta verksamheten. De upplyser, när så är tillämpligt, om förhållanden som kan påverka förmågan att fortsätta verksamheten och att använda antagandet om fortsatt drift. Antagandet om fortsatt drift tillämpas dock inte om styrelsen och verkställande direktören avser att likvidera fonden, upphöra med verksamheten eller inte har något realistiskt alternativ till att göra något av detta.

Revisorns ansvar

Våra mål är att uppnå en rimlig grad av säkerhet om huruvida årsredovisningen som helhet inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel, och att lämna en revisionsberättelse som innehåller våra uttalanden. Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men är ingen garanti för att en revision som utförs enligt ISA och god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka en väsentlig felaktighet om en sådan finns. Felaktigheter kan uppstå på grund av oegentligheter eller fel och anses vara väsentliga om de enskilt eller tillsammans rimligen kan förväntas påverka de ekonomiska beslut som användare fattar med grund i årsredovisningen.

Som del av en revision enligt ISA använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Dessutom utför vi följande moment:

- Vi identifierar och bedömer riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel, utformar och utför granskningsåtgärder bland annat utifrån dessa risker och inhämtar revisionsbevis som är tillräckliga och ändamålsenliga för att utgöra en grund för våra uttalanden. Risken för att inte upptäcka en väsentlig felaktighet till följd av oegentligheter är högre än för en väsentlig felaktighet som beror på fel, eftersom oegentligheter kan innefatta agerande i maskopi, förfälskning, avsiktliga utelämnanden, felaktig information eller åsidosättande av intern kontroll.
- Vi skaffar oss en förståelse av den del av fondens interna kontroll som har betydelse för vår revision för att utforma granskningsåtgärder som är lämpliga med hänsyn till omständigheterna, men inte för att uttala oss om effektiviteten i den interna kontrollen.
- Vi utvärderar lämpligheten i de redovisningsprinciper som används och rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen och tillhörande upplysningar.

- Vi prövar lämpligheten i att styrelsen och verkställande direktören använder antagandet om fortsatt drift vid upprättandet av årsredovisningen. Vi prövar, med grund i de inhämtade revisionsbevisen, om huruvida det finns någon väsentlig osäkerhetsfaktor som avser sådana händelser eller förhållanden som kan leda till betydande tvivel om fondens förmåga att fortsätta verksamheten. Om vi drar slutsatsen att det finns en väsentlig osäkerhetsfaktor, måste vi i revisionsberättelsen fästa uppmärksamheten på upplysningarna i årsredovisningen om den väsentliga osäkerhetsfaktorn eller, om sådana upplysningar är otillräckliga, modifiera uttalandet om årsredovisningen. Våra slutsatser baseras på de revisionsbevis som inhämtas fram till datumet för revisionsberättelsen. Dock kan framtida händelser eller förhållanden göra att fonden inte längre kan fortsätta verksamheten.
- Vi utvärderar den övergripande presentationen, strukturen och innehålllet i årsredovisningen, däribland upplysningarna, och om årsredovisningen återger de underliggande transaktionerna och händelserna på ett sätt som ger en rättvisande bild.

Vi måste informera styrelsen om bland annat revisionens planerade omfattning och inriktning samt tidpunkten för den. Vi måste också informera om betydelsefulla iakttagelser under revisionen, däribland de betydande brister i den interna kontrollen som vi identifierat.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Uttalanden

Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Andra AP-fonden förvaltar. Vi har även granskat om det finns någon anmärkning i övrigt mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning av Andra AP-fonden för 2016.

Revisionen har inte givit anledning till anmärkning beträffande inventeringen av tillgångarna eller i övrigt avseende förvaltningen.

Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt denna beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Andra AP-fonden enligt god revisionssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvar för räkenskaphandlingarna samt för förvaltningen av fondens tillgångar enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Styrelsen ansvarar för Andra AP-fondens organisation och förvaltningen av Andra AP-fondens angelägenheter. Detta innefattar bland annat att fortlöpande bedöma Andra AP-fondens ekonomiska situation och att tillse att Andra AP-fondens organisation är utformad så att bokföringen, medelsförvaltningen och Andra AP-fondens ekonomiska angelägenheter i övrigt kontrolleras på ett betryggande sätt. Den verkställande direktören ska sköta den löpande förvaltningen enligt styrelsens riktlinjer och anvisningar och bland annat vidta de åtgärder som är nödvändiga för att Andra AP-fondens bokföring ska fullgöras i överensstämmelse med lag och för att medelsförvaltningen ska skötas på ett betryggande sätt.

Revisorns ansvar

Vårt mål beträffande revisionen av förvaltningen, och därmed vårt uttalande om förvaltningen är att inhämta revisionsbevis för att med en rimlig grad av säkerhet kunna bedöma om det finns någon anmärkning mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning för Andra AP-fonden för räkenskapsåret 2016.

Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men ingen garanti för att en revision som utförs enligt god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka åtgärder eller försummelser som kan föranleda anmärkning.

Som en del av en revision enligt god revisionssed i Sverige använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Granskningen av förvaltningen grundar sig främst på revisionen av räkenskaperna. Vilka tillkommande granskningsåtgärder som utförs baseras på vår professionella bedömning med utgångspunkt i risk och väsentlighet. Det innebär att vi fokuserar granskningen på sådana åtgärder, områden och förhållanden som är väsentliga för verksamheten och där avsteg och överträdelser skulle ha särskild betydelse för Andra AP-fondens situation. Vi går igenom och prövar fattade beslut, beslutsunderlag, vidtagna åtgärder och andra förhållanden som är relevanta för vårt uttalande om förvaltningen.

Göteborg den 8 februari 2017

Susanne Sundvall
Auktoriserad revisor
Förordnad av Regeringen

Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av Regeringen

Året i sammandrag

- Fondens resultat för 2016 uppgick till 27 981 miljoner kronor.
- AP3s totalavkastning uppgick till 9,5 procent före kostnader och 9,4 procent efter kostnader.
- AP3s fondkapital uppgick till 324 375 miljoner kronor, vilket var en ökning med 21 344 miljoner kronor jämfört med 2015.
- Utbetalningarna till pensionssystemet från AP3 uppgick till 6 637 (4 944) miljoner kronor under 2016.
- Fondens förvaltningskostnadsandel uppgick till 0,12 procent, varav rörelsekostnader utgjorde 0,06 procent.
- AP3 har nått en genomsnittlig avkastning på 10,9 procent per år de senaste 5 åren samt på 5,7 procent per år de senaste 10 åren.
- Fonden har överträffat jämförelseportföljen (LSP) med 2,3 procentenheter efter kostnader under 2016 och 3,3 procentenheter per år under de senaste 5 åren.
- AP3 har ytterligare reducerat koldioxidavtrycket i fondens portfölj. Mätningar visade redan 2014 att portföljen är koldioxidneutral.
- AP3 har mer än fördubblat innehavet av gröna obligationer från 4,5 till 9,5 miljarder kronor under 2016.
- Sedan starten 2001 har AP3 uppnått 4,4 procent real avkastning per år och därmed överträffat det långsiktiga avkastningsmålet om 4 procent realt.



Nyckeltal	2016	2015	2014	2013	2012
Fondkapital vid årets slut, mdkr	324,4	303,0	288,3	258,5	233,0
Nettoflöden från pensionssystemet, mdkr	-6,6	-4,9	-5,1	-6,9	-3,8
Årets resultat, mdkr	28,0	19,6	35,0	32,4	22,6
Avkastning före kostnader, %	9,5	6,9	13,8	14,2	10,7
Avkastning efter kostnader, %	9,4	6,8	13,7	14,1	10,7
Förvaltningskostnadsandel totalt, %	0,12	0,12	0,12	0,13	0,14
Förvaltningskostnadsandel exklusive provisionskostnader, %	0,06	0,06	0,07	0,07	0,08

Resultaträkning

Resultaträkning

RÖRELSENS INTÄKTER

Mkr	Not	2016	2015
Räntenetto	2	773	1 559
Erhållna utdelningar		5 509	4 644
Nettoreultat, noterade aktier och andelar	3	9 811	4 418
Nettoreultat, onoterade aktier och andelar	4	6 110	6 636
Nettoreultat, räntebärande tillgångar		2 764	-189
Nettoreultat, derivatinstrument		8	-873
Nettoreultat, valutakursförändringar		3 373	3 811
Provisionskostnader, netto	5	-180	-170
Summa rörelsens intäkter		28 167	19 836

RÖRELSENS KOSTNADER

Personalkostnader	6	-121	-115
Övriga administrationskostnader	7	-65	-77
Summa rörelsens kostnader		-186	-192
Årets resultat		27 981	19 643

Balansräkning

Balansräkning

TILLGÅNGAR

Mkr	Not	2016-12-31	2015-12-31
Aktier och andelar			
Noterade	8, 19	151 229	143 642
Onoterade	9, 19	50 497	39 196
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	10, 19	131 032	132 373
Derivat	11, 19, 21	4 681	5 460
Kassa och bankmedel		1 260	1 780
Övriga tillgångar	12, 21	11 107	11 569
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	13	935	1 083
Summa tillgångar		350 741	335 101

FONDKAPITAL OCH SKULDER

Skulder

Derivat	11, 19, 21	4 995	3 071
Övriga skulder	14, 21	21 282	28 920
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	15	89	79
Summa skulder		26 366	32 070

Fondkapital

Ingående fondkapital	16	303 031	288 332
Nettobetaling mot pensionssystemet		-6 637	-4 944
Årets resultat		27 981	19 643
Summa fondkapital		324 375	303 031
Summa fondkapital och skulder		350 741	335 101

Poster inom linjen 17, 22

Noter

Tredje AP-fonden, organisationsnummer 802014-4120, är en av buffertfonderna inom det svenska pensionssystemet med säte i Stockholm. Årsredovisning för räkenskapsåret 2016 har godkänts av styrelsen den 24 februari 2017. Resultaträkning och balansräkning ska fastställas av regeringen.

■ NOT 1 Redovisnings- och värderingsprinciper

Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder ska årsredovisningen upprättas med tillämpning av god redovisningssed, varvid de tillgångar som fondmedlen placeras ska upptas till marknadsvärdet. Med denna utgångspunkt har Första till Fjärde AP-fonden utarbetat gemensamma redovisnings- och värderingsprinciper vilka har tillämpats och sammanfattas nedan.

Fondernas redovisnings- och värderingsprinciper anpassas successivt till den internationella redovisningsstandarden, IFRS. Eftersom IFRS är under omarbetning, har anpassningen hittills inriktats mot informationskrav enligt IFRS 7 och IFRS 13. En fullständig anpassning till IFRS skulle inte väsentligt påverka redovisat resultat och kapital. Tredje AP-fonden uppfyller kraven för att definieras som ett investmentföretag enligt IFRS 10. Mot nu gällande IFRS är enda större skillnaden att kassaflödesanalys ej upprättas.

Affärsdagsredovisning

Transaktioner i värdepapper och derivatinstrument på penning- och obligationsmarknaden, aktiemarknaden och valutamarknaden redovisas i balansräkningen per affärsdagen, dvs. vid den tidpunkt då de väsentliga rättigheterna och därmed riskerna övergår mellan parterna. Fordran på eller skulden till motparten mellan affärsdag och likviddag redovisas under övriga tillgångar respektive övriga skulder. Övriga transaktioner, framför allt transaktioner avseende onoterade aktier, redovisas i balansräkningen per likviddagen och erlagga likvid för skulden samtidigt.

Nettoredovisning

Finansiella tillgångar och skulder nettoredovisas i balansräkningen när det finns en legal rättighet att nettoredovisa transaktioner och det finns en avsikt att erlagga likvid netto eller realisera tillgången och erlagga likvid för skulden samtidigt.

Omräkning av utländsk valuta

Transaktioner i utländsk valuta omräknas till svenska kronor med den valutakurs som gäller på transaktionsdagen. På balansdagen räknas tillgångar och skulder i utländsk valuta om till svenska kronor till balansdagens valutakurs.

Värdet förändringar på tillgångar och skulder i utländsk valuta uppdelas i en del som är hänförlig till värdet förändringen av tillgången eller skulden i lokal valuta och en del som är orsakad av valutakursförändringen. Valutakursresultat som uppstår vid förändring av valutakurs redovisas i resultaträkningen på raden Nettoresultat, valutakursförändringar.

Aktier i dotterbolag/intrassebolag

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder upptas aktier i dotterbolag/intrassebolag till verkligt värde. Verkligt värde bestäms enligt samma metoder som tillämpas för onoterade aktier och andelar. Krav på att upprätta koncernredovisning föreligger inte.

Värdering av finansiella instrument

Fondens samtliga placeringar värderas till verkligt värde varvid såväl realiserade som orealiserade värdet förändringar redovisas i resultaträkningen. I raderna Nettoresultat per tillgångsslag ingår således såväl realiserade som orealiserade resultat. I de fall hänvisning nedan sker till vald indexleverantör, se fondens hemsida för information kring aktuella index. Nedan beskrivs hur verkligt värde fastställs för fondens olika placeringar.

Noterade aktier och andelar

För aktier och andelar som är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering enligt fondens valda indexleverantör, oftast genomsnittskurs. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara i en aktiv marknad. Erlagda courtagekostnader resultatförs under nettoresultat noterade aktier.

Onoterade aktier och andelar

För aktier och andelar som inte är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde baserat på värdering erhållen från motparten eller annan extern part. Värderingen uppdateras då ny värdering erhållits och justeras för eventuella kassaflöden fram till bokslutstillfället. I de fall fonden på goda grunder bedömer att värderingen är felaktig sker en justering av erhållen värdering. Värdering av avseende onoterade andelar följer IPEVs (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines) principer eller likvärdiga värderingsprinciper och ska i första hand vara baserat på transaktioner med tredje part, men även andra värderingsmetoder kan användas.

Värdering av onoterade fastighetsaktier baseras på en värdering enligt substansvärde metoden i den mån aktien inte varit föremål för transaktioner på en andrahandsmarknad. Innehav i onoterade fastighetsföretag värderas med beaktande av uppskjutna skatteskulder till det värde som används vid fastighetstransaktioner vilket skiljer sig mot den värdering som sker i redovisningen hos fastighetsföretaget.

Obligationer och andra räntebärande tillgångar

För obligationer och andra räntebärande tillgångar bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering (oftast köpkurs) enligt fondens valda indexleverantör. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara i en aktiv marknad. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller som innebär att kassaflöden diskonteras till relevant värderingskurva.

Som räntetäkt redovisas ränta beräknad enligt effektivräntemetoden baserat på upplupet anskaffningsvärde. Det upplupna anskaffningsvärdet är det diskonterade nuvärdet av framtida betalningar, där diskonteringsräntan utgörs av den effektiva räntan vid anskaffningstidpunkten. Detta innebär att förvärvade över- och undervärden periodiseras under återstående löptid eller till nästa räntestjusteringstillfälle och ingår i redovisat återintäkt. Värdet förändringar till följd av ränteförändringar redovisas under nettoresultat för räntebärande tillgångar, medan värdet förändringar till följd av valutakursförändringar redovisas under nettoresultat valutakursförändringar.

Derivatinstrument

För derivatinstrument bestäms verkligt värde baserat på noteringar vid årets slut. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå, värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller där indata utgörs av observerbara marknadsdata.

Derivatkontrakt med positivt verkligt värde per balansdagen redovisas som tillgångar medan kontrakt med negativt verkligt värde redovisas som skulder. Värdet förändringar till följd av valutakursförändringar redovisas i resultaträkningen under nettoresultat valutakursförändringar medan övriga värdet förändringar redovisas som nettoresultat derivatinstrument. Skillnaden mellan terminskurs och avstaktors för valutaterminer periodiseras linjärt över terminskontraktets löptid och redovisas som ränta.

Återköpstransaktioner

Vid äkta återköpstransaktion, s.k. repa, redovisas såld tillgång fortsatt i balansräkningen och erhållen likvid redovisas som skuld. Det sålda värdet förändringar redovisas som ställd pant inom linjen i balansräkningen. Skillnaden mellan likvid i avstalede och terminsledet periodiseras över löptiden och redovisas som ränta.

Värdpappperslån

Utlånade värdepapper redovisas i balansräkningen till verkligt värde medan erhållen ersättning för utlåningen redovisas som räntetäkt i resultaträkningen. Erhållna säkerheter för utlåning värdepapper kan bestå av värdepapper och/eller kontanter. I de fall Tredje AP-fonden har rätt att förfoga över erhållen kontant-säkerhet redovisas denna i balansräkningen som en tillgång och en motsvarande skuld. I de fall fonden inte förfogar över säkerheten redovisas den erhållna säkerheten inte i balansräkningen utan anges separat under rubriken "Ställda panter, ansvarsförbindelser och Åtaganden". Under denna rubrik redovisas även värdet av utlåning värdepapper, samt säkerheter för dessa.

Poster som redovisas direkt mot fondkapital

In- och utbetalningar som har skett mot pensionssystemet redovisas direkt mot fondkapitalet.

Provisionskostnader

Provisionskostnader redovisas i resultaträkningen som en avdragspost under rörelsens intäkter. De utgörs av externa kostnader för förvaltningstjänster, såsom depåbanks- arvoden och fasta arvoden till externa förvaltare samt fasta avgifter för noterade fonder. Prestationsbaserade arvoden, som utgår när förvaltare uppstår en avkastning utöver överenskommen nivå där vinstdelning tillämpas, redovisas som avgående post under nettoresultat för aktuellt tillgångsslag i resultaträkningen.

Förvaltararvoden för onoterade aktier och andelar, för vilka återbetalning medges före vinstdelning och där återbetalning bedöms som sannolik, redovisas som anskaffningskostnad och kommer därmed ingå i det orealiserade resultatet. I övriga fall redovisas de som provisionskostnader.

Rörelsens kostnader

Samtliga förvaltningskostnader, exklusiva courtage, arvoden till externa förvaltare och depåbanksarvoden, redovisas under rörelsens kostnader. Investeringar i inventarier

■ NOT 1 forts.

samt egenutvecklad och förvärd programvara kostnadsförs i normalfallet löpande.

Skatter

Tredje AP-fonden är befriad från all inkomstskatt vid placeringar i Sverige.

Skatt på utdelningar och kupongskatter som påföres i vissa länder nettoredo visas i resultaträkningen under respektive intäktslag.

Fonden är från och med 2012 registrerad till mervärdesskatt och därmed skatte skyldig till mervärdesskatt för förvärv från utlandet. Fonden har inte rätt att återfå betalad mervärdesskatt. Kostnadsförd mervärdesskatt inkluderas i respektive kostnadspost.

Avrundningar

Avrundningsdifferenser i tabeller kan förekomma.

■ NOT 2 Räntenetto

Mkr	2016	2015
Ränteintäkter		
Obligationer och andra räntebärande intäkter	1 793	2 207
Derivatinstrument	1 103	11 099
Värdepapperslån, aktier	159	65
Värdepapperslån, obligationer	60	33
Övriga ränteintäkter	20	17
Summa ränteintäkter	3 135	13 420
Räntekostnader		
Derivatinstrument	2 362	11 862
Övriga räntekostnader	0	0
Summa räntekostnader	2 362	11 862
Räntenetto	773	1 559

■ NOT 3 Nettoresultat noterade aktier och andelar

Mkr	2016	2015
Resultat noterade aktier och andelar	9 888	4 516
Avgår courtage	-78	-98
Nettoresultat noterade aktier och andelar	9 811	4 418

■ NOT 4 Nettoresultat onoterade aktier och andelar

Mkr	2016	2015
Realisationsresultat	1 206	3 728
Orealiserade värdeförändringar	4 904	2 908
Nettoresultat onoterade aktier och andelar	6 110	6 636

Redovisningen av externa förvaltararvoden till onoterade tillgångar sker enligt två olika principer beroende på om underliggande förvaltningsavtal medger återbetalning före vinstdelning i samband med framtida vinstgivande avyttringar eller ej. I fall där avtalen medger sådan återbetalning redovisas erlagda arvoden som en del av tillgångens anskaffningsvärde och belastas därmed orealiserat nettoresultat för onoterade tillgångar. Återbetalda förvaltararvoden påverkar följaktligen orealiserat resultatet positivt. I fall där avtalet inte medger återbetalning kostnadsförs erlagt arvode direkt under provisionskostnader.

Under året har totalt 204 (165) miljoner kronor erlagts i förvaltararvoden avseende onoterade tillgångar, varav 188 (149) miljoner kronor medger återbetalning enligt ovanstående princip. Under året har även 180 (219) miljoner kronor återbetalts och det orealiserade resultatet för onoterade aktier och andelar har därmed netto påverkats negativt med 8 (positivt med 70) miljoner kronor. Erlagda arvoden där avtal ej medger återbetalning uppgick till 16 (15) miljoner kronor och redovisas såsom provisionskostnader. Se not 5 Provisionskostnader.

Då betalda och återbetalda förvaltararvoden för onoterade aktier och andelar tidigare har redovisats netto, har föregående års siffror ändrats för att bli jämförbara med nu redovisade bruttobelopp.

■ NOT 5 Provisionskostnader

Mkr	2016	2015
Externa förvaltningsarvoden noterade tillgångar	152	139
Externa förvaltningsarvoden onoterade tillgångar	16	15
Övriga provisionskostnader inkl. depåbankkostnader	12	16
Summa provisionskostnader	180	170

I provisionskostnader redovisas inte prestationsbaserade arvoden, vilka uppgick till 183 (113) miljoner kronor, varav 164 (85) miljoner kronor avser noterade aktier och 19 (28) miljoner kronor avser onoterade aktier och andelar. Dessa redovisas direkt mot nettoresultat för respektive tillgångsslag.

Underliggande avgifter i e total return swaps (TRS)¹ redovisas inte i provisionskostnader utan som en del av värdeförändringen under Nettoresultat, derivatinstrument. För 2016 uppgår underliggande kostnader i TRS till 12 (20) miljoner kronor.

¹ Se ordlista s. 66

■ NOT 6 Personal

	2016		2015	
	totalt	varav kvinnor	totalt	varav kvinnor
Medelantal anställda	55	19	54	19
Anställda 31/12	57	21	51	17
Antal i ledningsgruppen 31/12	4	2	4	2

Personalkostnader i tkr, 2016	Löner och arvoden	Rörliga ersättningar	Pensionskostnader	varav löneväxling	Sociala kostnader inkl. särskild löneskatt	Summa
Styrelsens ordförande, Pär Nuder	111				35	145
<i>Övriga styrelseledamöter</i>						
Malin Björkmo, började 2016	25				8	33
Sonat Burman-Olsson, slutade 2016	25				8	33
Björn Börjesson	102				32	134
Inga-Lill Carlberg	72				22	94
Peter Englund	50				8	58
Gunvor Engström, slutade 2016	25				4	29
Lars Ernsäter	61				19	80
Peter Hellberg	61				19	80
Kerstin Lindberg Göransson, började 2016	46				15	61
Elisabeth Unell	50				16	66
Summa	627				186	813
VD Kerstin Hessius	3 373	-	2 216	917	1 597	7 187
<i>Ledningsgruppen exkl. VD</i>						
Mattias Bylund	1 827		427		678	2 932
Mårten Lindeborg	2 935		779		1 111	4 825
Lil Larås Lindgren	1 374		430		536	2 341
Summa ledningsgruppen exkl. VD	6 136	-	1 636	-	2 325	10 097
Övriga anställda	54 741	4 486	17 785	2 099	22 625	99 637
Summa anställda	64 250	4 486	21 637	3 016	26 547	116 920
Övriga personalkostnader						3 071
Summa personalkostnader	64 877	4 486	21 637	3 016	26 733	120 804

Personalkostnader i tkr, 2015	Löner och arvoden	Rörliga ersättningar	Pensionskostnader	varav löneväxling	Sociala kostnader inkl. särskild löneskatt	Summa
Styrelsens ordförande, Pär Nuder	110				35	145
<i>Övriga styrelseledamöter</i>						
Sonat Burman-Olsson	71				22	94
Björn Börjesson	102				32	134
Inga-Lill Carlberg	71				22	94
Peter Englund	50				16	66
Gunvor Engström	50				16	66
Lars Ernsäter	61				19	80
Peter Hellberg	61				19	80
Elisabeth Unell	50				16	66
Summa	626				197	823
VD Kerstin Hessius	3 313		2 181	889	1 570	7 064
<i>Ledningsgruppen exkl. VD</i>						
Mattias Bylund	1 673		427		629	2 730
Kerim Kaskal (avgick ur ledningsgruppen oktober 2015)	2 353		640		895	3 888
Mårten Lindeborg	2 663		679		1 002	4 344
Lil Larås Lindgren	1 356		435		532	2 322
Summa ledningsgruppen exkl. VD	8 045	-	2 181	-	3 057	13 284
Övriga anställda	49 670	3 903	17 018	1 683	20 609	91 201
Summa anställda	61 029	3 903	21 380	2 572	25 236	111 548
Övriga personalkostnader						2 937
Summa personalkostnader	61 655	3 903	21 380	2 572	25 433	115 308

■ NOT 6 forts.

■ **Styrelse** Styrelseavoden fastställs av regeringen. Helårsersättningen uppgår sedan 2000 till 100 tkr till styrelsens ordförande, 75 tkr till vice ordförande och 50 tkr till ledamöter. Regeringen har beslutat om möjlighet för fonden att ersätta ledamöter i styrelsen för utskottsarbete med maximalt 100 tkr att fördelas mellan medlemmarna i ersättnings- och revisionsutskottet. För 2016 har 100 (100) tkr betalats ut i ersättningar för utskottsarbete.

■ **Utskott** Ersättningsutskottet har under året bestått av tre ledamöter och bereder bland annat frågor avseende VDs lön och förmåner samt löneram inför lönerrevision. Ersättningsutskottet bereder också frågor rörande programmet för prestationsbaserad rörlig ersättning. Beslut i dessa frågor fattas av styrelsen. Revisionsutskottet består av tre ledamöter. Revisionsutskottet är bevakande och beredande åt styrelsen inom i första hand områdena finansiell rapportering, redovisning, internkontroll, riskhantering och extern revision.

■ **VDs ersättning** Ersättning till VD fastställs av styrelsen. I VDs anställningsavtal förbinds sig fonden att betala premie för tjänstepensions- och sjukförsäkring uppgående till 30 procent av bruttolönen. Avtalet gäller med en uppsägningstid från såväl fondens som VDs sida på 6 månader. Vid uppsägning från fondens sida kan även 18 månaders avgångsvederlag utbetalas. Uppsägningsslön och avgångsvederlag ska avräknas mot erhållande av inkomst från ny tjänst eller näringsverksamhet. Det finns inget avtal om förtida pension. VD har erhållit skattepliktiga förmåner till ett värde uppgående till 3 (2) tkr. VD omfattas ej av programmet för prestationsbaserad rörlig ersättning.

■ **Ledningsgrupp exkl VD** Ledningsgruppen består av VD, vice VD tillika CIO, chefen för Affärsstöd & kontroll tillika Chief Risk Officer samt Kommunikationschefen.

Fonden är ansluten till kollektivavtal mellan BAO och Jusek/Civilekonomernas Riksförbund/Sveriges ingenjörer (SACO). Förutom VD är det vice VD/CIO som har villkor som avviker från kollektivavtalet. Vice VD/CIO har en ömsesidig uppsägningstid på 6 månader. Vid uppsägning från fondens sida kan även 12 månaders avgångsvederlag utbetalas. Uppsägningsslön och avgångsvederlag ska avräknas mot erhållande av inkomst från ny tjänst eller näringsverksamhet. För övriga medlemmar i ledningsgruppen finns inga särskilda avtal avseende uppsägningstid, avgångsvederlag eller förtida pension. Medlemmarna i ledningsgruppen har erhållit skattepliktiga förmåner till värden mellan 1 (0) och 7 (9) tkr. Medlemmar i ledningsgruppen omfattas inte av programmet för prestationsbaserad rörlig ersättning.

■ **Program för prestationsbaserad ersättning** Styrelsen har beslutat om ett program för rörlig ersättning i linje med de statliga riktlinjer som regeringen gav ut i april 2009 samt med anpassningar i enlighet med de allmänna råd om ersättningspolicy i försäkringsföretag m.fl. som Finansinspektionen publicerade i mars 2010. Programmet gäller för 2016 och innebär att anställda inom Kapitalförvaltningen har möjlighet att erhålla upp till två extra månadslöner i prestationsbaserad rörlig ersättning under förutsättning att i förväg kommunicerade kriterier är uppfyllda. 60 procent av den rörliga ersättningen betalas ut först tre år efter intjänandeåret. Anställda inom de administrativa funktionerna har möjlighet att erhålla motsvarande en halv månadslön i rörlig ersättning. För att rörlig ersättning ska kunna utgå till någon anställd måste fonden som helhet uppvisa ett positivt resultat. VD och medlemmar i ledningsgruppen omfattas inte av programmet om rörlig prestationsbaserad ersättning. För 2016 har fonden reserverat 4,4 (3,9) miljoner kronor för utbetalning av rörlig ersättning baserat på uppfyllelse av mål i enlighet med avtal. Det reserverade beloppet motsvarar en rörlig prestationsbaserad ersättning på i snitt 1,0 (1,0) månadslöner per anställd som omfattas av programmet.

■ **Sjukfrånvaro** Total sjukfrånvaro under 2016 uppgick till 1,2 procent (0,8 procent) uppdelat på 0,5 procent (0,2 procent) för män och 2,5 procent (2,0 procent) för kvinnor. Total sjukfrånvaro uppgick till 857 timmar, varav långtidssjukfrånvaro, dvs mer än 60 dagar i sträck, uppgick till 426 timmar, vilket motsvarar en andel på 50%.

■ **Övrigt**

Enligt hållbarhetsregelverket GRI ska bolag redovisa huruvida fackföreningsfrihet råder samt om det finns anställda under 18 år. I enlighet med svensk lag råder fackföreningsfrihet på AP3. Fonden har inga anställda under 18 år.

■ NOT 7 Övriga administrationskostnader

Mkr	2016	2015
Lokalkostnader	11	10
Informations- och datakostnader	36	39
Köpta tjänster	11	21
Övrigt	7	7
Summa övriga administrationskostnader	65	77

I köpta tjänster ovan ingår arvoden till revisionsbolag.

Tkr	2016	2015
Revisionsuppdrag		
PwC	719	705
Andra uppdrag		
PwC	369	616
Summa ersättning till revisionsbolag	1 088	1 321

I köpta tjänster ovan ingår arvoden för konsulttjänster beställda av regeringskansliet om 0,6 (0,3) miljoner kronor.

■ NOT 8 Noterade aktier och andelar

Mkr	2016-12-31		2015-12-31	
	Verkligt värde	Verkligt värde	Verkligt värde	Verkligt värde
Svenska aktier	41 533		36 322	
Andelar i svenska fonder	1 998		3 030	
Utländska aktier	83 090		80 513	
Andelar i utländska fonder	24 608		23 776	
Summa noterade aktier och andelar	151 229		143 642	

En förteckning över fondens fem största svenska respektive utländska aktieinnehav finns på sid 66. På fondens hemsida www.ap3.se återfinns en förteckning över fondens samtliga aktieinnehav. Angående värdepappersutlåning, se vidare not 1 och 17. Säkerheter som erhålls för utlåning uppgår i snitt till 103 procent av de utlånade tillgångarnas marknadsvärde.

■ NOT 9 Aktier och andelar, onoterade

AP3 hade per 31 dec 2016 gjort följande investeringar i onoterade värdepapper direkt och via riskkapitalbolag och fonder. Specifikation nedan visar de fem största innehaven baserat på investerat kapital.

	2016-12-31 2015-12-31	
	Verkligt värde	Verkligt värde
Mkr		
Aktier i svenska dotter- och intressebolag	29 670	19 437
Aktier i övriga svenska bolag	1 515	1 412
Andelar i svenska riskkapitalbolag och fonder	552	502
Utländska aktier och andelar	18 760	17 844
Summa aktier och andelar, onoterade	50 497	39 196

	Organisations-nummer	Säte	Antal aktier	Agarandel kapital	Verkligt värde	100% eget kapital 2016	100% resultat 2016
Onoterade aktier i dotter- och intressebolag							
Vasakronan Holding AB	556650-4196	Stockholm	1 000 000	25%	13 771	46 117	11 472
Hemsö Fastighets AB	556779-8169	Stockholm	70 000 700	70%	6 984	8 673	2 344
Hemsö Intressenter AB	556917-4336	Stockholm	25 000	50%	1 497		
Hemsö Norden KB	969769-2961	Stockholm		50%	157	313	23
Trophé Fastighets AB	556914-7647	Stockholm	1 000 000	100%	3 835	3 765	742
Ellevio AB	556037-7326	Stockholm	10 000	20%	1 620		
Fastighets AB Regio	559013-4911	Stockholm	4 000 000	98%	1 717	1 760	222
Trenum AB	556978-8291	Göteborg	50 000	50%	91	181	125
Summa aktier i svenska dotter- och intressebolag					29 670		

	Organisations-nummer	Säte	Antal aktier	Agarandel kapital	Anskaffningsvärde 2016	Anskaffningsvärde 2015
Övriga onoterade svenska aktier och andelar						
Bergvik Skog AB	556610-2959	Falun	347	5%	174	174
BONESUPPPORT AB	556802-2171	Lund	13 336 198	9,2%	59	51
Fem största innehaven i svenska riskkapitalbolag och fonder						
IT Provider Fund IV		Stockholm		16%	125	125
Valedo Partners Fund I		Stockholm		20%	123	123
Verdane Capital IX		Stockholm		10%	35	-
Swedestart Tech		Stockholm		11%	13	15
Standout Capital I		Stockholm		29%	5	-
Fem största innehaven i utländska riskkapitalbolag och fonder						
German Retail Income		Jersey		92%	1 119	1 119
RMK GAC		Pennsylvania		100%	766	766
Innisfree PFI Secondary Fund 2 (ISF2)		London		21%	701	700
Hermes Infra Spring II		Guernsey		26%	684	-
Southern Cone Timberland, LLC		Delaware		19%	423	423
Anskaffningsvärde resterande innehav					28 222	23 163
Totalt anskaffningsvärde					32 448	26 659
Totalt verkligt värde					50 497	39 196

En specifikation över samtliga innehav med angivelse av startår på investeringen och investeringsåtagande återfinns på www.ap3.se.

■ NOT 10 Obligationer och andra räntebärande tillgångar

Obligationer och andra räntebärande värdepapper fördelat på emittentkategori

Mkr	2016-12-31		2015-12-31	
	Verkligt värde		Verkligt värde	
Svenska staten	16 873		12 188	
Svenska kommuner	179		75	
Svenska bostadsinstitut	4 885		881	
Övriga svenska emittenter				
Finansiella företag	2 373		1 194	
Icke-finansiella företag	13 602		15 343	
Utländska stater	59 712		62 212	
Övriga utländska emittenter	28 517		35 784	
Summa	126 140		127 676	
Räntefonder	4 892		4 697	
Summa	131 032		132 373	

Obligationer och andra räntebärande värdepapper fördelat på emittentkategori

Mkr	2016-12-31		2015-12-31	
	Verkligt värde		Verkligt värde	
Realränteb obligationer	20 381		18 954	
Övriga obligationer	90 453		98 138	
Certifikat	7 000		560	
Onoterade reverslån	8 306		10 025	
Summa	126 140		127 676	
Räntefonder	4 892		4 697	
Summa	131 032		132 373	

Av obligationer och andra räntebärande värdepapper avser 10 841 (17 449) miljoner kronor återinvestering av erhållna kontantsäkerheter relaterade till värdepappersutlåning. Angående värdepappersutlåning, se vidare not 1 och 17. Säkerheter som erhålls för utlåning uppgår i snitt till 103 procent av de utlånade tillgångarnas marknadsvärde.

■ NOT 11 Derivatinstrument brutto

Mkr	2016-12-31		Positivt verkligt värde	Negativt verkligt värde
Aktierelaterade instrument				
Optioner, clearade	Innehavda, köp	1	-	
	Innehavda, sälj	20	-	
	Utställda, köp	9	-3	
	Utställda, sälj	-	-9	
Terminer	134	-186		
Swappar	36	-0		
Summa	200	-198		
varav clearat	163	-198		
Ränte- och kreditrelaterade instrument				
Optioner, clearade	Innehavda, köp	1	-	
	Innehavda, sälj	52	-	
	Utställda, köp	-	-0	
	Utställda, sälj	-	-54	
FRA/Terminer	35	-22		
CDS	823	-877		
Swappar	628	-22		
Summa	1 539	-975		
varav clearat	88	-76		
Valutarelaterade instrument				
Optioner, OTC	Innehavda, köp	416	-	
	Innehavda, sälj	587	-	
	Utställda, köp	0	-369	
	Utställda, sälj	2	-368	
Terminer	1 937	-3 085		
Swappar	-	-		
Summa	2 942	-3 822		
Effekt av nettoredovisning	-	-		
Summa derivatinstrument	4 681	-4 995		

Mkr	2015-12-31		Positivt verkligt värde	Negativt verkligt värde
Aktierelaterade instrument				
Optioner, clearade	Innehavda, köp	92	-	
	Innehavda, sälj	-	-	
	Utställda, köp	-	-1	
	Utställda, sälj	-	-56	
Terminer	151	-160		
Swappar	37	-38		
Summa	281	-255		
varav clearat	244	-217		
Ränte- och kreditrelaterade instrument				
Optioner, clearade	Innehavda, köp	263	-1	
	Innehavda, sälj	3	-129	
	Utställda, köp	-	-1	
	Utställda, sälj	19	-2	
FRA/Terminer	39	-62		
CDS	691	-595		
Swappar	149	-169		
Summa	1 163	-961		
varav clearat	323	-196		
Valutarelaterade instrument				
Optioner, OTC	Innehavda, köp	167	-	
	Innehavda, sälj	1 038	-	
	Utställda, köp	-	-75	
	Utställda, sälj	-	-956	
Terminer	2 810	-823		
Swappar	-	-		
Summa	4 015	-1 855		
Effekt av nettoredovisning	-	-		
Summa derivatinstrument	5 460	-3 071		

Derivat får enligt fondens placeringsregler användas i syfte att effektivisera förvaltningen eller hantera risken.

Aktie- och räntederivat handlas företrädesvis på standardiserade marknader i clearade produkter, varpå motpartsriskerna enbart är gentemot clearinghuset. Valuta- och kreditderivatmarknaderna är emellertid OTC-marknader, vilket innebär att denna handel inte är standardiserad eller clearad, varpå motparts- och leveransrisker uppkommer gentemot de motparter som anlitas. Fondens motparter för handel som ej clearas godkänns och limiteras av fondens styrelse och exponering inom ramen för

dessa limiter bevakas löpande. Fonden använder marknadens standardiserade avtal för OTC-handel såsom exempelvis ISDA-avtal.

Utställda säljoptioner är deponitioner i olika optionstrategier med syfte att hantera risken i portföljen. I den mån en utställd option innebär att AP3 har en förpliktelse att leverera ett underliggande värdepapper har fonden alltid innehav i detta värdepapper som täcker eventuellt leveranskrav.

För en närmare beskrivning av riskhanteringen med avseende på derivatinstrument hänvisas till fondens riskhanteringsplan på www.ap3.se.

■ NOT 12 Övriga tillgångar

Mkr	2016-12-31	2015-12-31
Fondlikvider	1 310	188
Återköpsransaktioner	4 142	1 388
Återinvesterade kontantsäkerheter	5 605	9 990
Övriga tillgångar	-	-
Övriga kortfristiga fordringar	50	2
Summa övriga tillgångar	11 107	11 569

■ NOT 13 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

Mkr	2016-12-31	2015-12-31
Upplupna ränteutgifter	667	861
Upplupna utdelningar	96	99
Restitutioner	113	76
Förutbetalda kostnader	41	35
Upplupna premier aktielån	17	12
Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	935	1 083

■ NOT 14 Övriga skulder

Mkr	2016-12-31	2015-12-31
Leverantörsskulder	14	12
Fondlikvider	1 276	203
Löneskatter	1	1
Personalens skattskatter	3	2
Återköpsransaktioner	3 542	1 251
Mottagna kontantsäkerheter	16 438	27 441
Övriga skulder	9	11
Summa övriga skulder	21 282	28 920

■ NOT 15 Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader

Mkr	2016-12-31	2015-12-31
Upplupna externa förvaltningskostnader	32	57
Övriga upplupna kostnader	44	11
Rörlig ersättning inkl. sociala avgifter	12	11
Summa förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	89	79

Utbetalning av rörlig ersättning för år 2014 utbetalades till 40 procent under 2015 och resterande del utbetalas under 2017. Utbetalning för rörlig ersättning för år 2015 utbetalades till 40 procent under 2016 och resterande del utbetalas under 2018. Avsättning för rörlig ersättning har även gjorts för år 2016, med 40 procent utbetalning 2017 och resterande del för utbetalning 2019.

■ NOT 16 Fondkapital

Mkr	2016-12-31	2015-12-31
Nettobetalningar mot pensionssystemet		
Ingående fondkapital	303 031	288 332
Inbetalda pensionsavgifter	64 174	61 373
Utbetalda pensionsmedel innevarande år	-70 595	-66 141
Överflyttning av pensionsrätter till EG	-1	-3
Reglering av pensionsrätt	1	2
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	-216	-176
Summa nettobetalningar mot pensionssystemet	-6 637	-4 944
Årets resultat	27 981	19 643
Utgående fondkapital	324 375	303 031

■ NOT 17 Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden

Mkr	2016-12-31	2015-12-31
Ställda panter, ansvarsförbindelser och jämförliga säkerheter		
Panter för återköpsransaktioner		
Mottagna säkerheter	9 747	11 378
Avlämnade säkerheter	3 542	1 251
Panter för derivathandel		
Erhållen kontantsäkerhet	713	1 111
Ställd kontantsäkerhet	-	92
Utlånade värdepapper för vilka kontantsäkerheter erhållits		
Utlånade värdepapper	16 435	27 447
Erhållen kontantsäkerhet	16 438	27 441
Utlånade värdepapper mot erhållen säkerhet i form av värdepapper		
Utlånade värdepapper	42 155	20 320
Erhållen säkerhet i form av värdepapper	43 697	22 071

Utestående åtaganden

Mkr	2016-12-31	2015-12-31
Onoterade aktier	6 076	5 299
Fastighets- och skogsfonder	739	923
Teckningsåtaganden	8 500	8 500

Ovanstående säkerheter finns redovisade i not 10, 12 och 14.

■ NOT 18 Valutaexponering

Valutaexponerade tillgångar per valuta per 31 dec 2016						
Mkr	EUR	GBP	JPY	USD	Övrigt	Totalt
Aktier och andelar	19 081	10 234	4 445	59 838	28 913	122 511
Exponering genom SEK-noterade bolag med utländsk hemvist ¹	612	618	-	-	688	1 918
Obligationer och andra räntebärande värdepapper	2 380	8 101	205	59 869	128	70 684
Derivat	-2 535	-572	68	-470	-480	-3 990
Övriga placeringstillgångar	2 023	53	147	6 871	190	9 283
Valutaexponering brutto	21 561	18 434	4 865	126 107	29 439	200 407
Kurssäkring	-37 342	-13 108	-5 388	-86 906	1 051	-141 692
Total valutaexponering	-15 780	5 326	-522	39 201	30 490	58 715

Valutaexponerade tillgångar per valuta per 31 dec 2015						
Mkr	EUR	GBP	JPY	USD	Övrigt	Totalt
Aktier och andelar	19 008	13 008	8 469	52 600	24 028	117 113
Exponering genom SEK-noterade bolag med utländsk hemvist ¹	509	706	-	-	982	2 196
Obligationer och andra räntebärande värdepapper	3 470	7 453	-	59 882	2 876	73 681
Derivat	-2 609	-528	8	-795	-286	-4 211
Övriga placeringstillgångar	2 647	320	88	6 457	1 255	10 768
Valutaexponering brutto	23 024	20 960	8 565	118 144	28 854	199 547
Kurssäkring	-27 487	-15 817	-500	-75 364	-9 169	-128 338
Total valutaexponering	-4 463	5 142	8 065	42 780	19 685	71 210

■ NOT 19 Finansiella instrument, pris- och värderingshierarki

Investeringstillgångar per värderingskategori per 31 dec 2016				
Mkr	Observerbara priser i en aktiv marknad	Modellvärdering med observerbara indata	Modellvärdering med ej observerbara indata	Totalt
Noterade aktier och andelar	151 229			151 229
Onoterade aktier och andelar			50 497	50 497
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	122 343		8 690	131 032
Derivat, positiva marknadsvärden	252	4 429		4 681
Summa investeringstillgångar	273 824	4 429	59 186	337 439
Derivat, negativa marknadsvärden	-274	-4 722		-4 995
Summa	273 550	-292	59 186	332 444

Investeringstillgångar per värderingskategori per 31 dec 2015				
Mkr	Observerbara priser i en aktiv marknad	Modellvärdering med observerbara indata	Modellvärdering med ej observerbara indata	Totalt
Noterade aktier och andelar	143 642			143 642
Onoterade aktier och andelar			39 196	39 196
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	122 024		10 349	132 373
Derivat, positiva marknadsvärden	567	4 893		5 460
Summa investeringstillgångar	266 233	4 893	49 545	320 670
Derivat, negativa marknadsvärden	-413	-2 657		-3 071
Summa	265 819	2 235	49 545	317 599

■ NOT 19 forts.

Förändring av tillgångar under modellvärdering med ej observerbara indata 2015 till 2016

Mkr	Noterade aktier och andelar	Onoterade aktier och andelar	Obligationer och andra räntebärande tillgångar	Derivat	Totalt
Redovisat värde vid årets ingång	-	39 196	10 349	-	49 545
Investerat	-	8 891	1 783	-	10 674
Sålt/återbetalt under året	-	-3 102	-3 540	-	-6 642
Realiserad värdetförändring	-	-92	-	-	-92
Orealiserad värdetförändring	-	5 604	98	-	5 702
Förflyttning från nivå 1 eller 2	-	-	-	-	-
Förflyttning till nivå 1 eller 2	-	-	-	-	-
Redovisat värde vid årets utgång	-	50 497	8 690	-	59 186

Förändring av tillgångar under modellvärdering med ej observerbara indata 2014 till 2015

Mkr	Noterade aktier och andelar	Onoterade aktier och andelar	Obligationer och andra räntebärande tillgångar	Derivat	Totalt
Redovisat värde vid årets ingång	-	32 017	8 610	-	40 627
Investerat	-	6 846	6 476	-	13 322
Sålt/återbetalt under året	-	-2 776	-4 831	-	-7 607
Realiserad värdetförändring	-	232	-48	-	183
Orealiserad värdetförändring	-	2 877	143	-	3 020
Förflyttning från nivå 1 eller 2	-	-	-	-	-
Förflyttning till nivå 1 eller 2	-	-	-	-	-
Redovisat värde vid årets utgång	-	39 196	10 349	-	49 545

AP3 värderar samtliga innehav till verkligt värde, vilket fastställs utifrån en hierarki av priskällor och beräkningsmodeller. Verkligt värde definieras som det belopp till vilket en tillgång skulle kunna överlätas eller en skuld regleras i en normal transaktion mellan marknadsaktörer vid tillfället då värdering görs.

Innehav som finns representerade i de index som fonden använder för likvida investeringar i aktier och räntebärande värdepapper värderas i första hand till indexleverantörernas värderingspriser. I de fall tillgången inte inkluderas i något index eller där indexleverantörens pris bedöms som icke tillförlitligt, sker värdering i stället till noterade priser observerbara i en aktiv marknad. Med aktiv marknad menas en handelsplats där priser ställs oftare än en gång i veckan. Att använda observerbara priser är alltid första valet vid val av värderingspris och omfattar merparten av AP3s tillgångar, men när dessa inte finns att tillgå tas priserna enligt nästa steg i värderingshierarkin.

För vissa innehav, främst vissa räntebärande värdepapper samt flertalet derivat som inte handlas över börs eller hanteras av ett clearinghus, saknas tillförlitliga noterade priser. Värdering sker då utifrån vedertagna modeller vilka i sin tur använder observerbara marknadsdata för att fastställa ett verkligt värde. Värderingsrisken för denna grupp bedöms som begränsad. I denna grupp inkluderas också vissa typer av transaktioner där AP3 är beroende av prisuppgifter från en eller ett par externa motparter för att fastställa ett verkligt värde. För tillgångar där tillgängligt pris bedöms som mindre tillförlitligt, t.ex. på grund av låg marknadsaktivitet, görs en rimlighetsbedömning av fondens egen värdering baserad på värdering erhållen från tredje part.

Slutligen finns innehav som måste modellvärderas där värderingen till stor del är beroende av icke observerbara marknadsdata och därmed innehåller en större grad av bedömning och högre osäkerhet. För AP3s del är det främst innehav i

riskkapitalfonder samt onoterade innehav i fastighetsbolag som återfinns i denna kategori.

AP3s värdering av innehav i riskkapitalfonder baseras på den värdering som erhålls av externa förvaltare. AP3 ställer krav på att förvaltarna ska följa IPEVS principer för värdering samt att fonden revideras av en värenomerad revisionsfirma. Värdering från förvaltarna erhålls vanligen inom 90 dagar efter kvartalslut vilket innebär att värderingarna av AP3s innehav per 31 december baseras på rapporter från förvaltarna per 30 september, justerat för kassaflöden under fjärde kvartalet. En bedömning görs av värderingens tillförlitlighet för att fastställa om eventuella korrigeringar är nödvändiga för att uppnå ett mer rättvisande verkligt värde. Per 31 december 2016 hade inga sådana korrigeringar bedömts nödvändiga. Värderingen påverkas i första hand av de underliggande bolagens resultatutveckling, men också av aktiemarknadens värdering av jämförbara bolag. Förväntade diskonterade framtida kassaflöden har mindre betydelse för värderingen, då AP3s riskkapitalportfölj i första hand består av mogna bolag, s.k. buyouts.

I tabellen redovisas AP3s samtliga investeringstillgångar fördelade per värderingskategori. 82 (84) procent av fondens investeringstillgångar kan värderas till observerbara priser i en aktiv marknad. En nedvärdering med 10 procent av de tillgångar som är mest svårbedömda, dvs. modellvärdering med ej observerbara indata, skulle påverka AP3s fondkapital med -1,8 (-1,7) procent. Fondens värderingsrisk bedöms som begränsad.

■ NOT 20 Finansiella risker

Risk mått som Value at Risk för AP3s portfölj

Mkr	Lägst nivå	Högsta nivå	Genomsnitt	31 dec	31 dec ¹
2016	1 265	3 836	2 144	1 484	2 581
2015	1 406	4 450	2 341	2 232	2 615

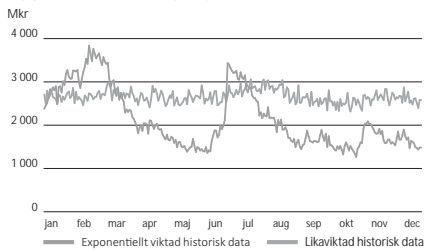
1) Kolumnen visar VaR vid likaviktad historisk data.

Fondens innehav är exponerade mot marknads- och kreditrisker, vilka kan innebära värdeförändringar när t.ex. aktiekurser, räntor, kreditspreadar och valutakurser förändras. AP3 använder Value at Risk (VaR) för att aggregera risk över samtliga risktyper. Per årsskiftet uppgick fondens risk mått som VaR för totalportföljen till 1 484 (2 232) miljoner kronor. AP3 beräknar VaR med 95 percentis konfidensintervall och en tidshorisont på en dag. Det innebär att 19 dagar av 20 bör de negativa värdeförändringarna i portföljen inte vara större än VaR förutsatt att marknadsförhållandena följer historiska mönster. AP3 baserar VaR-beräkningarna på historiska marknadsdata för en period om 360 dagar tillbaka i tiden. Den historiska datan viktas exponentiellt, dvs. de senaste 80 dagarnas marknadshändelser dominerar beräkningarna. Beräkningsmetoden som används är Monte Carlo-simulering, en slumpmässig simulering av värdeförändringar baserat på historiska data. I tabellen visas också VaR per den 31 december där den historiska datan är likaviktad, varje dag under perioden väger lika tungt i beräkningen.

Fondens risk mått som VaR har varierat mellan 1 265 (1 406) miljoner kronor och 3 836 (4 450) miljoner kronor under året. Skillnaderna i risknivå förklaras främst av förändrad marknadsvolatilitet och mindre av förändringar av portföljens sammansättning.

Tabellen ovan visar högsta och lägsta nivå på VaR samt risken i genomsnitt och vid slutet av året för AP3s portfölj, på sid 38 visas riskexponeringen fördelad på AP3s riskklasser.

Daglig Value at Risk (VaR) för AP3s portfölj 2016



Exponering mot kreditrisk per 31 dec 2016¹

Mkr	KREDITBETYG				
	AAA	AA	A	BBB	<BBB ²
Statsobligationer	34 323	52 901	1 462		
Bostadsobligationer	11	1 943			253
Företagsobligationer		6 254	3 761	3 633	2 052
Depositioner & repor		1 363	7 023		
Derivat, nettofordran		249	1 346		
Bruttoexponering	34 334	62 711	13 593	3 633	2 305
Erhållna säkerheter			709		
Nettoexponering	34 334	62 711	12 883	3 633	2 305

Exponering mot kreditrisk per 31 dec 2015¹

Mkr	KREDITBETYG				
	AAA	AA	A	BBB	<BBB ²
Statsobligationer	33 451	53 329	535	420	
Bostadsobligationer	26	893			260
Företagsobligationer	149	7 033	7 827	5 060	3 199
Depositioner & repor		3 256	12 486		
Derivat, nettofordran		748	1 725	35	
Bruttoexponering	33 625	65 258	22 574	5 516	3 458
Erhållna säkerheter		212	903		
Nettoexponering	33 625	65 046	21 671	5 516	3 458

1) Inkluderar placeringar i noterade räntebärande värdepapper, depositioner och repor, icke clearade derivat där AP3 har en fordran på motparten samt återinvestering av erhållna kontant säkerheter relaterade till värdepappersutlåning. Då tabellen endast visar exponering mot kreditrisk kan den ej avläsas mot balansräkningen.

2) Inkluderar även värdepapper utan rating.

Fondens likviditetsrisk begränsas bland annat genom kravet i AP-fondslagen avseende att AP-fonderna måste hålla minst 30 procent av fondkapitalet i räntebärande fordringar med låg kredit- och likviditetsrisk. Under 2016 har fondens andel i snitt legat på 32,8 (32,7) procent.

■ NOT 21 Finansiella tillgångar och skulder som nettas i balansräkningen eller lyder under kvittningsavtal

Tillgångar, Mkr	2016-12-31							Summa i balansräkningen
	Bruttobelopp	Nettade belopp i balansräkningen	Nettobalans i balansräkningen	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Mottagna säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt ¹	
Derivat	4 429		4 429	2 810	713	907	252	4 681
Tillgångsrepor	4 142		4 142	3 542		599	5 605	9 747
Ej likviderade affärer							1 310	1 310
Summa	8 571	0	8 571	6 352	713	1 506	7 167	15 738
Skulder, Mkr	2016-12-31							Summa i balansräkningen
	Bruttobelopp	Nettade belopp i balansräkningen	Nettobalans i balansräkningen	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Ställda säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt ¹	
Derivat	4 722		4 722	2 810	250	1 662	274	4 995
Skuldrepor	3 542		3 542	3 542	6	0		3 542
Ej likviderade affärer							1 276	1 276
Summa	8 264	0	8 264	6 352	256	1 662	1 549	9 813

1) Övriga instrument i balansräkningen som inte lyder under avtal som tillåter kvittning.

■ NOT 21 forts.

2015-12-31									
Tillgångar, Mkr	Bruttobelopp	Nettade belopp i balansräkningen	Nettobalans i balansräkningen	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal		Mottagna säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt ¹	Summa i balansräkningen
				Derivat	4 893				
Tillgångsrepor	1 388		1 388	1 251		137	9 990	11 378	
Ej likviderade affärer							188	188	
Summa	6 281	0	6 281	3 734	1 111	1 436	10 745	17 026	

Skulder, Mkr	Bruttobelopp	Nettade belopp i balansräkningen	Nettobalans i balansräkningen	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal		Ställda säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt ¹	Summa i balansräkningen
				Derivat	2 657				
Skuldrepor	1 251		1 251	1 251	5	0		1 251	
Ej likviderade affärer							203	203	
Summa	3 909	0	3 909	3 734	96	83	616	4 524	

1) Övriga instrument i balansräkningen som inte lyder under avtal som tillåter kvittning.

■ NOT 22 Närstående

Som närstående till AP3 betraktas företag där AP3 genom sin ägarandel har ett bestämmande eller betydande inflytande, eller där AP3 har nyckelpersoner i ledande ställning. Följande personer anställda i AP3 var representerade i närstående bolags styrelser under 2016: Kerstin Hessius i Vasakronan, Hemsö och Trenum; Bengt Hellström i Hemsö, Trophi, Trenum och under delar av året Ellevio; Mårten Lindeborg i

Regio; Klas Åkerbäck i Regio, Trophi och under delar av året Ellevio och Mattias Bylund i Ellevio. Samtliga dessa uppdrag var oavlönade. Dessutom satt AP3s styrelseordförande Pär Nuder i styrelsen för Hemsö med en ersättning uppgående till 420 tkr under 2016. AP3 hyr sina lokaler av Vasakronan AB till marknadsmissiga villkor.

Motpart, Mkr	2016	2015	Motpart, Mkr	2016	2015
Vasakronan Holding AB			Trophi Fastighets AB		
Ränteintäkter	147	215	Ränteintäkter	81	100
Lokalhyror	-11	-9	Ägarlån	2 064	2 057
Ägarlån	-	3 000	Aktieägartillskott under året	1 436	348
Åtagande om att på Vasakronans begäran köpa företagscertifikat i bolaget med upp till ett vid var tid högsta sammanlagda likvidbelopp om:	4 500	4 500	Regio AB		
Aktieägartillskott under året	3 000	-	Aktieägartillskott under året	588	-
Hemsö Fastighets AB			Ellevio AB		
Ränteintäkter	-	53	Ränteintäkter	301	172
Ägarlån	-	-	Ägarlån	3 598	3 423
Åtagande om att på Hemsö Fastighets ABs begäran köpa företagscertifikat i bolaget med upp till ett maximalt likvidbelopp om:	4 000	4 000	Trenum AB		
Hemsö Intressenter AB			Ägarlån	1 174	-
Ränteintäkter	88	72	Ägartillskott under året	25	-
Ägarlån	1 470	1 470			

Styrelsens och verkställande direktörens underskrifter

Stockholm den 24 februari 2017

Pär Nuder, *ordförande*

Björn Börjesson, *vice ordförande*

Malin Björkmo

Inga-Lill Carlberg

Peter Englund

Lars Ernsäter

Kerstin Lindberg Göransson

Peter Hellberg

Elisabeth Unell

Kerstin Hessius, *verkställande direktör*

Vår revisionsberättelse har lämnats den 24 februari 2017

Susanne Sundvall
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Revisionsberättelse

för Tredje AP-fonden, organisationsnummer 802014-4120

Rapport om årsredovisningen

Uttalanden

Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Tredje AP-fonden för år 2016. Fondens årsredovisning ingår på sidorna 33–56 i detta dokument.

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Tredje AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2016 och av dess finansiella resultat för året enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Förvaltningsberättelsen är förenlig med årsredovisningens övriga delar.

Vi tillstyrker därför att resultaträkningen och balansräkningen fastställs.

Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing (ISA) och god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt dessa standarder beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Tredje AP-fonden enligt god revisionssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Annan information än årsredovisningen

Detta dokument innehåller även annan information än årsredovisningen och denna återfinns på sidorna 1–32 samt 59–68. Det är styrelsen och den verkställande direktören som har ansvaret för denna andra information.

Vårt uttalande avseende årsredovisningen omfattar inte denna information och vi gör inget uttalande med bestyrkande avseende denna andra information.

I samband med vår revision av årsredovisningen är det vårt ansvar att läsa den information som identifieras ovan och överväga om informationen i väsentlig utsträckning är oförenlig med årsredovisningen. Vid denna genomgång beaktar vi även den kunskap vi i övrigt inhämtat under revisionen samt bedömer om informationen i övrigt verkar innehålla väsentliga felaktigheter.

Om vi, baserat på det arbete som har utförts avseende denna information, drar slutsatsen att den andra informationen innehåller en väsentlig felaktighet, är vi skyldiga att rapportera detta. Vi har inget att rapportera i det avseendet.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för att årsredovisningen upprättas och att den ger en rättvisande bild enligt lagen om allmänna pensionsfonder. Styrelsen och verkställande direktören ansvarar även för den interna kontroll som de bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

Vid upprättandet av årsredovisningen ansvarar styrelsen och verkställande direktören för bedömningen av fondens förmåga att fortsätta verksamheten. De upplyser, när så är tillämpligt, om förhållanden som kan påverka förmågan att fortsätta verksamheten och att använda antagandet om fortsatt drift. Antagandet om fortsatt drift tillämpas dock inte om styrelsen och verkställande direktören avser att likvidera fonden, upphöra med verksamheten eller inte har något realistiskt alternativ till att göra något av detta.

Revisorns ansvar

Våra mål är att uppnå en rimlig grad av säkerhet om huruvida årsredovisningen som helhet inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel, och att lämna en revisionsberättelse som innehåller våra uttalanden. Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men är ingen garanti för att en revision som utförs enligt ISA och god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka en väsentlig felaktighet om en sådan finns. Felaktigheter kan uppstå på grund av oegentligheter eller fel och anses vara väsentliga om de enskilt eller tillsammans rimligen kan förväntas påverka de ekonomiska beslut som användare fattar med grund i årsredovisningen.

Som del av en revision enligt ISA använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Dessutom utför vi följande moment:

- Vi identifierar och bedömer riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel, utformar och utför granskningsåtgärder bland annat utifrån dessa risker och inhämtar revisionsbevis som är tillräckliga och ändamålsenliga för att utgöra en grund för våra uttalanden. Risken för att inte upptäcka en väsentlig felaktighet till följd av oegentligheter är högre än för en väsentlig felaktighet som beror på fel, eftersom oegentligheter kan innefatta agerande i maskopi, förfalskning, avsiktliga utelämnanden, felaktig information eller åsidosättande av intern kontroll.
- Vi skaffar oss en förståelse av den del av fondens interna kontroll som har betydelse för vår revision för att utforma granskningsåtgärder som är lämpliga med hänsyn till omständigheterna, men inte för att uttala oss om effektiviteten i den interna kontrollen.
- Vi utvärderar lämpligheten i de redovisningsprinciper som används och rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen och tillhörande upplysningar.
- Vi prövar lämpligheten i att styrelsen och verkställande direktören använder antagandet om fortsatt drift vid upprättandet av årsredovisningen. Vi prövar, med grund i de inhämtade revisionsbevisen, om huruvida det finns någon väsentlig osäkerhetsfaktor som avser sådana händelser eller förhållanden som kan leda till betydande tvivel om fondens förmåga att fortsätta verksamheten. Om vi drar slutsatsen att det finns en väsentlig osäkerhetsfaktor, måste vi i revisionsberättelsen fästa uppmärksamheten på upplysningarna i årsredovisningen om den väsentliga osäkerhetsfaktorn eller, om sådana upplysningar är otillräck-

liga, modifiera uttalandet om årsredovisningen. Våra slutsatser baseras på de revisionsbevis som inhämtas fram till datumet för revisionsberättelsen. Dock kan framtida händelser eller förhållanden göra att fonden inte längre kan fortsätta verksamheten.

- Vi utvärderar den övergripande presentationen, strukturen och innehållet i årsredovisningen, däribland upplysningarna, och om årsredovisningen återger de underliggande transaktionerna och händelserna på ett sätt som ger en rättvisande bild.

Vi måste informera styrelsen om bland annat revisionens planerade omfattning och inriktning samt tidpunkten för den. Vi måste också informera om betydelsefulla iakttagelser under revisionen, däribland de betydande brister i den interna kontrollen som vi identifierat.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Uttalanden

Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Tredje AP-fonden förvaltar. Vi har även granskat om det finns någon anmärkning i övrigt mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning av Tredje AP-fonden för 2016.

Revisionen har inte givit anledning till anmärkning beträffande inventeringen av tillgångarna eller i övrigt avseende förvaltningen.

Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt denna beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Tredje AP-fonden enligt god revisionssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för räkenskaphandlingarna samt för förvaltningen av fondens tillgångar enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Styrelsen ansvarar för Tredje AP-fondens organisation och förvaltningen av Tredje AP-fondens angelägenheter. Detta innefattar bland annat att fortlöpande bedöma Tredje AP-fondens ekonomiska situation och att tillse att Tredje AP-fondens organisation är utformad så att bokföringen, medelsförvaltningen och Tredje AP-fondens ekonomiska angelägenheter i övrigt kontrolleras på ett betryggande sätt. Den verkställande direktören ska sköta den löpande förvaltningen enligt styrelsens riktlinjer och anvisningar och bland annat vidta de åtgärder som är nödvändiga för att Tredje AP-fondens bokföring ska fullgöras i överensstämmelse med lag och för att medelsförvaltningen ska skötas på ett betryggande sätt.

Revisorns ansvar

Vårt mål beträffande revisionen av förvaltningen, och därmed vårt uttalande om förvaltningen är att inhämta revisionsbevis för att med en rimlig grad av säkerhet kunna bedöma om det finns någon anmärkning mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning för Tredje AP-fonden för räkenskapsåret 2016.

Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men ingen garanti för att en revision som utförs enligt god revisionssed i Sverige alltså kommer att upptäcka åtgärder eller försummelser som kan föranleda anmärkning.

Som en del av en revision enligt god revisionssed i Sverige använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Granskningen av förvaltningen grundar sig främst på revisionen av räkenskaperna. Vilka tillkommande granskningsåtgärder som utförs baseras på vår professionella bedömning med utgångspunkt i risk och väsentlighet. Det innebär att vi fokuserar granskningen på sådana åtgärder, områden och förhållanden som är väsentliga för verksamheten och där avsteg och överträdelse skulle ha särskild betydelse för Tredje AP-fondens situation. Vi går igenom och prövar fattade beslut, beslutsunderlag, vidtagna åtgärder och andra förhållanden som är relevanta för vårt uttalande om förvaltningen.

Stockholm den 24 februari 2017

Susanne Sundvall
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

AP4 överträffar det långsiktiga målet

AP4:s fondkapital ökade till 334 miljarder kronor. Avkastningen uppgick till 10,0 procent efter kostnader. AP4 överträffade både långsiktigt avkastningsmål och inkomstindex med god marginal.

334

miljarder i fondkapital

31

miljarder kronor i resultat

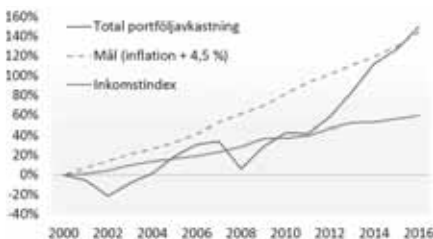
10 %

i avkastning efter kostnader

Utmärkelser

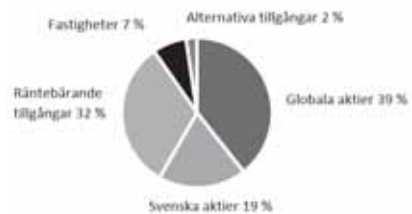
både i Sverige och internationellt för AP4:s förvaltnings- och hållbarhetsarbete samt rapportering

AP4 överträffade både inkomstindex och långsiktigt mål



Sedan starten, 2001-01-01, uppgår totalavkastningen efter kostnader till 5,9 procent årligen i genomsnitt. Det överträffar inkomstindex som ökat med motsvarande 3,0 procent årligen. AP4 har därmed bidragit positivt till pensionssystemets finansiella styrka.

Noterade aktier mer än hälften av tillgångarna



Resultaträkning

Mkr	Not	2016	2015
RÖRELSENS INTÄKTER			
Räntenetto	2	817	2 002
Erhållna utdelningar		6 482	5 347
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	3	12 678	6 651
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	4	3 545	3 833
Nettoresultat, räntebärande tillgångar		1 882	-1 151
Nettoresultat, derivatinstrument		-321	-781
Nettoresultat, valutakursförändringar		5 786	4 529
Provisionskostnader	5	-132	-128
Summa rörelsens intäkter		30 737	20 302
RÖRELSENS KOSTNADER			
Personalkostnader	6	-117	-124
Övriga administrationskostnader	7	-78	-73
Summa rörelsens kostnader		-195	-197
ÅRETS RESULTAT		30 542	20 105

Balansräkning

Mkr	Not	2016-12-31	2015-12-31
TILLGÅNGAR			
Aktier och andelar, noterade	8	197 875	177 367
Aktier och andelar, onoterade	9	26 254	19 822
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	10	107 151	106 548
Derivatinstrument	11	2 620	3 296
Likvida medel		3 057	3 739
Övriga tillgångar	12	220	894
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	13	1 267	1 431
SUMMA TILLGÅNGAR		338 444	313 097
SKULDER OCH FONDKAPITAL			
Skulder			
Derivatinstrument	11	3 919	1 888
Övriga skulder	14	250	974
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	15	355	220
Summa skulder		4 524	3 082
Fondkapital			
Ingående fondkapital	16	310 015	294 854
Nettoutbetalningar till pensionsystemet		-6 637	-4 944
Årets resultat		30 542	20 105
Summa fondkapital		333 920	310 015
SUMMA SKULDER OCH FONDKAPITAL		338 444	313 097
Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden	17		

Noter till resultat- och balansräkning

Fjärde AP-fonden (AP4), organisationsnummer 802005-1952, är en av buffertfonderna inom det svenska pensionssystemet med säte i Stockholm. Årsredovisning för räkenskapsåret 2016 har godkänts av styrelsen den 21 februari 2017. Resultaträkning och balansräkning ska fastställas av regeringen.

1 Redovisnings- och värderingsprinciper

Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder ska årsredovisningen upprättas med tillämpning av god redovisningssed, varvid de tillgångar som fondmedlen placerats i ska upptas till marknadsvärdet. Med denna utgångspunkt har Första till Fjärde AP-fonderna utarbetat gemensamma redovisnings- och värderingsprinciper vilka har tillämpats och sammanfattas nedan.

AP-fondernas redovisnings- och värderingsprinciper anpassas successivt till den internationella redovisningsstandarden, IFRS. Eftersom IFRS är under omfattande omarbeting, har anpassningen hittills inriktats mot informationskrav enligt IFRS 7 och IFRS 13. En fullständig anpassning till IFRS skulle inte väsentligt påverka redovisat resultat och kapital. AP4 uppfyller kravet på ett investmentföretag enligt IFRS 10. Mot nu gällande IFRS är enda större skillnaden att kassaflödesanalys inte upprättas.

Affärsdagsredovisning

Transaktioner i värdepapper och derivatinstrument på penning- och obligationsmarknaden, aktiemarknaden och valutamarknaden redovisas i balansräkningen per affärsdagen, det vill säga vid den tidpunkt då de väsentliga rättigheterna och därmed riskerna övergår mellan parterna. Fordran på eller skulden till motparten mellan affärsdag och likviddag redovisas under övriga tillgångar respektive övriga skulder. Övriga transaktioner, framför allt transaktioner avseende noterade aktier, redovisas i balansräkningen per likviddagen, vilket överensstämmer med marknadspraxis.

Nettoredovisning

Finansiella tillgångar och skulder nettoredovisas i balansräkningen när det finns en legal rättighet att nettoredovisa transaktioner och det finns en avsikt att erlagga likvid netto eller realisera tillgången och erlagga likvid för skulden samtidigt.

Omräkning av utländsk valuta

Transaktioner i utländsk valuta omräknas till svenska kronor med den valutakurs som gäller på transaktionsdagen. På balansdagen räknas tillgångar och skulder i utländsk valuta om till svenska kronor till balansdagens valutakurser. Värdeförändringar på tillgångar och skulder i utländsk valuta uppdelas i en del som är hänförlig till värdeförändringen av tillgången eller skulden i lokal valuta och en del som är orsakad av valutakursförändringen. Valutakursresultat som uppstår vid förändring av valutakurs redovisas i resultaträkningen på raden Nettoresultat, valutakursförändringar.

Aktier i dotterföretag/intresseföretag

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder upptas aktier i dotterföretag/intresseföretag till verkligt värde. Verkligt värde bestäms enligt samma metoder som tillämpas för onoterade aktier och andelar. Krav på att upprätta koncernredovisning föreligger inte.

Värdering av finansiella instrument

AP4:s samtliga placeringar värderas till verkligt värde varvid såväl realiserade som orealiserade värdeförändringar redovisas i resultaträkningen. I raderna Nettoresultat per tillgångsslag ingår således såväl realiserade som orealiserade resultat. I de fall hänvisning nedan sker till vald indexleverantör, se ordlistan i årsredovisningen för information kring aktuella index. Nedan beskrivs hur verkligt värde fastställs för AP4:s olika placeringar.

Noterade aktier och andelar

För aktier och andelar, som är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering enligt fondens valda indexleverantör, oftast genomsnittskurs. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara i en aktiv marknad. Erlagda courtagekostnader resultatförs under Nettoresultat, noterade aktier.

Onoterade aktier och andelar

För aktier och andelar som inte är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde baserat på värdering erhållen från motparten eller annan extern part. Värderingen uppdateras då ny värdering erhållits och justeras för eventuella kassaflöden fram till bokslutstillfället. I de fall fonden på goda grunder bedömer att värderingen är felaktig sker en justering av erhållen värdering.

Värderingen avseende onoterade andelar följer IPEV:s (International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines) principer eller likvärdiga värderingsprinciper och ska i första hand vara baserat på transaktioner med tredje part, men även andra värderingsmetoder kan användas.

Värdering avseende onoterade fastighetsaktier baseras på en värdering enligt substansvärdemetoden i den mån aktien inte varit föremål för transaktioner på en andrahandsmarknad. Innehav i onoterade fastighetsföretag värderas med beaktande av uppskjutna skatteskulder till det värde som används vid fastighetstransaktioner vilket skiljer sig mot den värdering som sker i redovisningen hos fastighetsföretagen.

Obligationer och andra räntebärande tillgångar

För obligationer och andra räntebärande tillgångar bestäms verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering (oftast köpkurs) enligt fondens valda indexleverantör. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara i en aktiv marknad. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller som innebär att kassaflöden diskonteras till relevant värderingskurva.

Som ränteintäkt redovisas ränta beräknad enligt effektivräntemetoden baserat på upplupet anskaffningsvärde. Det upplupna anskaffningsvärdet är det diskonterade nuvärdet av framtida betalningar, där diskonteringsräntan utgörs av den effektiva räntan vid anskaffningstidpunkten. Detta innebär att förvärvade över- och undervärden periodiseras under återstående löptid eller till nästa räntestjusteringstillfälle och ingår i redovisad ränteintäkt. Värdeförändringar till följd av ränteförändringar redovisas under nettoresultatet för räntebärande tillgångar, medan värdeförändringar till följd av valutakursförändringar redovisas under Nettoresultat, valutakursförändringar.

Derivatinstrument

För derivatinstrument bestäms verkligt värde baserat på noteringar vid årets slut. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå, värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller där indata utgörs av observerbara marknadsdata.

Derivatkontrakt med positivt verkligt värde per balansdagen redovisas som tillgångar medan kontrakt med negativt verkligt värde redovisas som skulder. Värdeförändringar till följd av valutakursförändringar redovisas i resultaträkningen under Nettoresultat valutakursförändringar medan övriga värdeförändringar redovisas som Nettoresultat, derivatinstrument. Skillnaden mellan terminskurs och avistakurs för valutaterminer periodiseras linjärt över terminskontraktets löptid och redovisas som ränta.

Återköpstransaktioner

Vid äkta återköpstransaktion, så kallad repa, redovisas såld tillgång fortsatt i balansräkningen och erhållen likvid redovisas som skuld. Det sålda värdepappret redovisas som ställd pant inom linjen i balansräkningen. Skillnaden mellan likvid i avistaledet och terminsledet periodiseras över löptiden och redovisas som ränta.

Värdepapperslån

Utlånade värdepapper redovisas i balansräkningen till verkligt värde medan erhållen ersättning för utlåningen redovisas som ränteintäkt i resultaträkningen. Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper kan bestå av värdepapper och/eller kontanter. I de fall AP4 har rätt att förfoga över erhållen kontantsäkerhet redovisas denna i balansräkningen som en tillgång och en motsvarande skuld. I de fall fonden inte förfogar över säkerheten redovisas den erhållna säkerheten inte i balansräkningen utan anges separat under rubriken "Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden". Under denna rubrik redovisas även värdet av utlånade värdepapper, samt säkerheter för dessa.

Poster som redovisas direkt mot fondkapitalet

In- och utbetalningar som har skett mot pensionssystemet redovisas direkt mot fondkapitalet.

Provisionskostnader

Provisionskostnader redovisas i resultaträkningen som en avdragspost under rörelsens intäkter. De utgörs av externa kostnader för förvaltnings-tjänster, såsom depåbanksarvoden och fasta arvoden till externa förvaltare samt fasta avgifter för noterade fonder. Prestationsbaserade arvoden, som utgår när förvaltare uppnår en avkastning utöver överenskommen nivå där vinstdelning tillämpas, redovisas som avgående post under nettoresultat för aktuellt tillgångsslag i resultaträkningen.

Förvaltararvoden för onoterade aktier och andelar, för vilka återbetalning

medges före vinstdelning och där återbetalning bedöms som sannolik, redovisas som anskaffningskostnad och kommer därmed ingå i det realiserade resultatet. I övriga fall redovisas de som provisionskostnader.

Rörelsens kostnader

Samtliga förvaltningskostnader, exklusive courtage, arvoden till externa förvaltare och depåbanksarvoden, redovisas under rörelsens kostnader. Investeringar i inventarier samt egenutvecklad och förvärd programvara kostnadsförs i normalfallet löpande.

Skatter

AP4 är befriad från all inkomstskatt vid placeringar i Sverige. Skatt på utdelningar och kupongskatter som påföres i vissa länder netto redovisas i resultaträkningen under respektive intäktslag.

AP4 är från och med 2012 registrerad till mervärdesskatt och därmed skatte-skyldig till mervärdesskatt för förvärv från utlandet. AP4 har inte rätt att återfå betald mervärdesskatt. Kostnadsförd mervärdesskatt inkluderas i respektive kostnadspost.

Belopp i miljoner kronor (mkr), där inget annat anges.

2 Räntenetto

	2016	2015
Ränteintäkter		
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	1 930	2 441
Derivatinstrument	387	1 390
Övriga ränteintäkter	78	64
Summa ränteintäkter	2 395	3 895
Räntekostnader		
Derivatinstrument	-1 578	-1 893
Övriga räntekostnader	0	0
Summa räntekostnader	-1 578	-1 893
Räntenetto	817	2 002

3 Nettoresultat, noterade aktier och andelar

	2016	2015
Resultat noterade aktier och andelar	12 709	6 683
Avgår courtage	-32	-32
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	12 678	6 651

4 Nettoresultat, onoterade aktier och andelar

	2016	2015
Realiserat resultat	550	278
Orealiserade värdeförändringar	2 995	3 555
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	3 545	3 833

Redovisning av externa förvaltararvoden till onoterade tillgångar sker enligt två olika principer beroende på om underliggande förvaltningsavtal medger återbetalning före vinstdelning i samband med framtida vinstgivande avyttringar eller ej. I fall där avtalen medger sådan återbetalning redovisas erlagda arvoden som en del av tillgångens anskaffningsvärde och belastar därmed realiserat nettoresultat för onoterade tillgångar.

Återbetald management fee påverkar följaktligen realiserat resultat positivt. I fall där avtalet inte medger återbetalning, kostnadsförs erlagt arvode direkt under Provisionskostnader.

Under året har totalt 46 (39) mkr erlagts i förvaltararvoden avseende onoterade tillgångar, varav 46 (39) mkr medger återbetalning enligt ovanstående princip. Under året har även 96 (36) mkr återbetalts och det realiserade resultatet för onoterade aktier och andelar har därmed netto påverkat positivt med 50 (negativt med 3) mkr. Erlagda arvoden där avtal ej medger återbetalning uppgick till 0 (0) och redovisas som provisionskostnader, se not Provisionskostnader.

5 Provisionskostnader

	2016	2015
Externa förvaltningsarvoden, noterade tillgångar	-118	-115
Externa förvaltningsarvoden, onoterade tillgångar	0	0
Övriga provisionskostnader, inklusive depåbanksarvoden	-14	-13
Provisionskostnader	-132	-128

I provisionskostnader ingår inte prestationsbaserade arvoden. Prestationsbaserade arvoden har under året uppgått till 13 (55) mkr och reducerar nettoreultatet för respektive tillgångslag. Externa förvaltningsarvoden för onoterade tillgångar redovisas under provisionskostnader i den mån avtalen inte medger återbetalning före vinstdelning i samband med framtida vinstgivande avvyrningar.

6 Personal

Antal anställda	2016		2015	
	Totalt	Kvinnor	Totalt	Kvinnor
Medelantal anställda	53	19	55	20
Antal anställda den 31 december	54	19	55	21
Antal personer i ledningsgruppen den 31 december	7	2	7	2

Kostnader för personalavveckling

För 2016 var kostnaden för personalavveckling 1 109 (4 301) tkr och avsåg ersättning för lön, pensionskostnader och sociala avgifter i samband med avveckling av personal.

Löner och arvoden

Styrelsearvoden fastställs av regeringen och är oförändrade mot föregående år. Styrelsen fastställer anställningsvillkoren för VD, efter beredning av ersättningsutskottet. Ersättning till VD, ledande befattningshavare och ansvarig för Compliance (regelefterlevnad) samt ansvarig för riskkontroll utgörs av grundlön. En extern konsult gör årligen, på uppdrag av styrelsen och ersättningsutskottet, en utredning av ersättningsnivåerna för ledande befattningshavare inom fonden och styrelsen kan härigenom konstatera att AP4 följer regeringens riktlinjer för ledande befattningshavare i AP-fonderna. Läs gärna mer om ersättningar under rubriken *Ersättningar på AP4* på sidorna 38-39 i årsredovisningen.

Rörliga ersättningar

Planen för rörlig ersättning utgör en del av AP4:s ersättningspolicy och fastställs årligen av styrelsen. Planen omfattar samtliga anställda med anställning över sex månader, förutom VD, ledande befattningshavare och ansvarig för Compliance (regelefterlevnad) samt ansvarig för riskkontroll. Den grundläggande principen är att rörlig ersättning ska utgå för över-avkastning i förhållande till jämförelse- och referensindex, under förutsättning att AP4 visar positivt resultat för räkenskapsåret. Maximalt utfall för helårsanställd utgörs två månadslöner. För 2016 har kostnadsförts 2 747 (4 266) tkr avseende rörlig ersättning, exklusive sociala avgifter.

Pensioner och liknande förmåner

Niklas Ekvall utsågs av AP4:s styrelse efter efterträda Mats Andersson. För Mats Andersson, som lämnade som VD den 30 juni 2016, gällde enligt anställningsavtalet en ömsesidig uppsägningstid om sex månader. Niklas Ekvall tillträdde den 1 oktober 2016.

VD:s anställningsavtal innehåller särskilda bestämmelser om pensionsförmåner och avgångsvederlag. Avtalet innebär pensionsrätt vid 65 år, med en pensionsavsättning på 30 (30) procent av lönen. För VD gäller en ömsesidig uppsägningstid om sex månader. Vid uppsägning som är påkallad av AP4 har VD dessutom rätt till avgångsvederlag motsvarande 18 månadslöner. Avgångsvederlaget utbetalas månadsvis och avräknas mot annan inkomst av lön, uppdrag eller egen verksamhet. För vVD, Magnus Eriksson, som valde att lämna AP4 under hösten 2016, gällde enligt anställningsavtalet en ömsesidig uppsägningstid om sex månader. Vid uppsägning som var påkallad av AP4 hade vVD dessutom rätt till avgångsvederlag motsvarande 12 månadslöner. Avgångsvederlaget skulle utbetalas månadsvis och avräknas mot annan inkomst av lön, uppdrag eller egen verksamhet. vVD hade pensionsrätt enligt fondens pensionspolicy.

Övriga i ledningsgruppen samt övriga anställda har individuella anställningsavtal där uppsägningstiden är enligt gällande kollektivavtal mellan BAO och SACO. Pensionsrätten är antingen förmånsbestämd enligt gällande kollektivavtal mellan BAO och SACO eller premiebestämd enligt AP4:s pensionspolicy som innebär en pensionspremie om 30 procent på lönedelar över 7,5 inkomstbasbelopp.

Alla anställda har rätt att göra löneväxling av bruttolön mot pensionspremie. Pensionspremiebetalningen uppräknas då med 5,8 procent som motsvarar skillnaden mellan fondens kostnad för löneskatt och sociala avgifter. Förfarandet är kostnadsneutralt för AP4.

Samtliga anställda har en sjukvårdsförsäkring. Anställda före 1 januari 2007 har förutom ersättning enligt kollektivavtalet en sjuklöneförsäkring som innebär att vid sjukdom längre än 3 månader utgår ersättningen med 90 procent på lönedelar under 20 basbelopp och 80 procent på lönedelar över 20 basbelopp. Maxbeloppet är 40 basbelopp. Det utbetalda beloppet minskas med vad som utbetalas från Försäkringskassan, SPP och eventuella andra försäkringar.

Övriga förmåner

Alla anställda har möjlighet att teckna förmånsbeskattade gruppliv-försäkringar. VD har rätt till parkeringsplats som förmånsbeskattas. AP4 har också fyra parkeringsplatser som de anställda kan använda och som de då förmånsbeskattas för. Förmånsvärdet av förmånerna ovan uppgick 2016 totalt till 200 (193) tkr.

6 Forts Personal

Personalkostnader i tkr, 2016	Löner och arvoden	Rörliga ersättningar	Pensionskostnader	Varav löneväxling	Sociala kostnader ³	Summa
Styrelsens ordförande Monica Caneman ¹	29	-	-	-	9	38
Styrelsens ordförande Sarah McPhee ²	74	-	-	-	23	97
Övriga styrelseledamöter ³	511	-	-	-	138	649
Verkställande direktör Mats Andersson ⁴	2 622	-	1 374	556	1 157	5 153
Verkställande direktör Niklas Ekvall ⁵	1 110	-	333	-	430	1 873
Övrig ledningsgrupp						
Vice verkställande direktör och affärschef Magnus Eriksson ⁶	1 564	-	1 774	990	922	4 260
Chef Global Macro Bengt Lindefeldt	3 244	-	845	-	1 224	5 313
Chef Aktier Per Colleen	2 689	-	724	143	1 021	4 434
Administrativ direktör Susan Lindkvist	1 542	-	985	381	723	3 250
Chef Affärs- och riskkontroll Nicklas Wikström	1 558	-	892	317	706	3 156
Chefsjurist Ulrika Malmberg Livijn	1 539	-	889	317	699	3 127
Chef Alternativa investeringar Tobias Fransson ⁷	2 069	-	603	-	796	3 468
Övriga anställda	41 899	2 747	16 217	2 546	17 699	78 562
Summa	60 450	2 747	24 636	5 250	25 547	113 380
Övriga personalkostnader						3 142
Summa personalkostnader						116 522

¹ T o m 2016-03-31

² F r o m 2016-04-28

³ Enskilda ledamöters arvode redovisas i fondstyrningsrapporten.

⁴ T o m 2016-08-31

⁵ F r o m 2016-10-01

⁶ T o m 2016-09-30

⁷ Ingår i ledningsgruppen f r o m 2016-07-01

⁸ I sociala kostnader inkluderas även kostnad för löneskatt.

Personalkostnader i tkr, 2015	Löner och arvoden	Rörliga ersättningar	Pensionskostnader	Varav löneväxling	Sociala kostnader ²	Summa
Styrelsens ordförande Monica Caneman	117	-	-	-	37	154
Övriga styrelseledamöter ¹	507	-	-	-	126	633
Verkställande direktör Mats Andersson	3 234	-	2 200	834	1 550	6 984
Övrig ledningsgrupp						
Vice verkställande direktör och affärschef Magnus Eriksson	1 863	-	2 533	1 485	1 200	5 596
Chef Global Macro Bengt Lindefeldt ¹	2 930	-	1 285	281	1 232	5 447
Chef Aktier Per Colleen ³	2 199	-	843	127	895	3 937
Administrativ direktör Susan Lindkvist	1 493	-	930	322	694	3 117
Chef Affärs- och riskkontroll Nicklas Wikström	1 599	-	752	175	685	3 036
Chefsjurist Ulrika Malmberg Livijn	1 427	-	807	270	644	2 878
Övriga anställda	47 606	4 266	16 831	1 747	19 953	88 656
Summa	62 975	4 266	26 181	5 241	27 016	120 438
Övriga personalkostnader						3 234
Summa personalkostnader						123 672

¹ I enskilda ledamöters arvode redovisas i fondstyrningsrapporten.

² I sociala kostnader inkluderas även kostnad för löneskatt.

³ Ingår i ledningsgruppen f r o m december 2015.

7 Övriga administrationskostnader

	2016	2015
Lokalkostnader	12	12
Informations- och IT-kostnader	46	43
Köpta tjänster	11	7
Övriga administrationskostnader	9	11
Summa övriga administrationskostnader	78	73

I posten köpta tjänster ingår ersättning till revisionsbolaget med:

Revisionsuppdrag, PwC	0,4	0,8
Revisionsuppdrag, Ernst & Young	-	-0,2
Revisionsverksamhet utöver revisionsuppdraget, PwC	-	0,2
Revisionsverksamhet utöver revisionsuppdraget, Ernst & Young	-	-0,1
Summa ersättning till revisionsbolag	0,4	0,7

8 Aktier och andelar, noterade

	2016-12-31	2015-12-31
	Verkligt värde	Verkligt värde
Svenska aktier	62 871	57 182
Utländska aktier	95 511	83 386
Andelar i svenska fonder	5 408	4 761
Andelar i utländska fonder	34 085	32 038
Summa aktier och andelar, noterade	197 875	177 367

Omfattningen av utlåning av värdepapper samt erhållna säkerheter för dessa framgår av not 17.

Fullständig aktiespecifikation återfinns på fondens hemsida www.ap4.se.

Fem största innehaven i svenska respektive utländska aktier, 2016-12-31

	Antal aktier	Verkligt värde	Kapital, %	Röster, %
Svenska aktier				
Hennes & Mauritz B	15 330 278	3 885	0,9%	0,5%
Atlas Copco	14 136 128	3 685	1,1%	0,8%
Nordea	32 661 353	3 309	0,8%	0,8%
Volvo	25 707 383	2 744	1,2%	1,9%
SEB	27 129 346	2 592	1,2%	1,2%
Utländska aktier				
Apple	1 630 714	1 716		
Alphabet	183 723	1 305		
Microsoft	2 219 945	1 253		
Exxon Mobil	1 107 258	908		
Johnson & Johnson	826 808	865		

Fem största innehaven i svenska respektive utländska aktier, 2015-12-31

	Antal aktier	Verkligt värde	Kapital, %	Röster, %
Svenska aktier				
Hennes & Mauritz	15 317 233	4 627	0,9%	0,4%
Nordea	32 334 195	3 017	0,8%	0,8%
Atlas Copco	14 060 067	2 831	1,1%	0,8%
SEB	23 171 354	2 072	1,1%	1,1%
Volvo	24 637 626	1 969	1,2%	1,8%
Utländska aktier				
Apple	1 609 214	1 428		
Alphabet	169 480	1 097		
Microsoft	2 105 402	985		
Exxon Mobil	1 172 953	771		
General Electric	2 656 850	698		

9 Aktier och andelar, onoterade

	2016-12-31	2015-12-31
	Verkligt värde	Verkligt värde
Aktier i svenska intresseföretag	21 031	14 253
Aktier i utländska intresseföretag	687	802
Aktier & andelar i övriga svenska onoterade företag	1 776	1 814
Aktier & andelar i övriga utländska onoterade företag	2 760	2 953
Summa aktier och andelar, onoterade	26 254	19 822

Aktier i intresseföretag, 2016-12-31	Organisations-nummer	Säte	Antal aktier	Kapital, %	Röster, %	Verkligt värde	Eget kapital	Resultat
<i>Aktier i svenska intresseföretag:</i>								
Vasakronan Holding AB	556650-4196	Stockholm	1 000 000	25	25	13 771	46 117	10 916
Rikshem Intressenter AB	556806-2466	Stockholm	250	50	50	7 260	13 451	2 481
Summa aktier i svenska intresseföretag						21 031		

<i>Aktier i utländska intresseföretag:</i>								
ASE Holdings S.à.r.l.		Luxemburg	1 609 214	38	38	307	Ej publikt	Ej publikt
ASE Holdings II S.à.r.l.		Luxemburg	182 066 506	45	45	380	Ej publikt	Ej publikt
ASE Holdings III S.à.r.l.		Luxemburg	0	35	35	0	Ej publikt	Ej publikt
Summa aktier i utländska intresseföretag						687		

Ovriga innehav, 2016-12-31	Organisations-nummer	Säte	Kapital, %	Röster, %	Anskaffningsvärde
Fem största innehaven i övriga aktier & andelar, svenska onoterade företag¹					
PCP Debenture IIB	556805-6310	Stockholm	48	-	434
Areim Investment 3-1 AB	559035-6035	Stockholm	17	4	182
Areim Property Holding 5 AB	556963-0261	Stockholm	33	6	140
HealthCap Annex Fund I-II KB	969690-2049	Stockholm	20	20	174
Alfvén & Didriksson AB B	556805-6559	Stockholm	31	18	84
Fem största innehaven i övriga aktier & andelar, utländska onoterade företag¹					
EQT Mid-Market Credit SV S.A		Guernsey	24		445
EQT V (No. 1) L.P.		Luxemburg	2		274
EQT Infrastructure II (No.1) Feeder L.P.		Caymanöarna	3		255
Private Equity Multi-Strategy (AP) Offshore L.P.		Guernsey	95		211
Keyhaven Growth Partners L.P		Storbritannien	29		159

¹ Avser AP4:s innehav i kommanditbolagsstrukturer och andra liknande strukturer där AP4 inte har ett väsentligt inflytande.

9 Forts Aktier och andelar, onoterade

Aktier i intresseföretag, 2015-12-31	Organisations-nummer	Säte	Antal aktier	Kapital, %	Röster, %	Verkligt värde	Eget kapital	Resultat
Aktier i svenska intresseföretag:								
Vasakronan Holding AB	556650-4196	Stockholm	1 000 000	25	25	8 982	29 245	10 120
Rikshem Intressenter AB	556806-2466	Stockholm	250	50	50	5 271	9 802	1 887
Rikshem Intressenter Holding AB	556924-0715	Stockholm	50	100	100	0	-	-
Summa aktier i svenska intresseföretag						14 253		

Aktier i utländska intresseföretag:								
ASE Holdings S.à.r.l.		Luxemburg	1 609 214	38	38	447	Ej publikt	Ej publikt
ASE Holdings II S.à.r.l.		Luxemburg	1 200 001	45	45	355	Ej publikt	Ej publikt
Summa aktier i utländska intresseföretag						802		

Övriga innehav, 2015-12-31	Organisations-nummer	Säte	Kapital, %	Röster, %	Anskaffningsvärde
Fem största innehaven i övriga aktier & andelar, svenska onoterade företag¹					
PCP Debenture IIB	556805-6310	Stockholm	48	-	506
Areim Investment 3-1 AB	559035-6035	Stockholm	17	4	300
Areim Fastigheter 3 AB	559035-9161	Stockholm	5	3	193
HealthCap Annex Fund I-II KB	969690-2049	Stockholm	20	20	174
Areim Property Holding 5 AB	556963-0261	Stockholm	33	6	140

Fem största innehaven i övriga aktier & andelar, utländska onoterade företag¹					
EQT V (No. 1) L.P.		Guernsey	2		354
EQT Mid-Market Credit SV S.A		Luxemburg	36		261
Private Equity Multi-Strategy (AP) Offshore L.P.		Caymanöarna	95		246
EQT Infrastructure (No. 1) L.P.		Guernsey	3		246
Keyhaven Growth Partners L.P		Storbritannien	29		159

¹ Avser AP4:s innehav i kommanditbolagsstrukturer och andra liknande strukturer där AP4 inte har ett väsentligt inflytande.

10 Obligationer och andra räntebärande tillgångar

	2016-12-31		2015-12-31	
	Verkligt värde	Verkligt värde	Verkligt värde	Verkligt värde
Fördelning per emittentkategori				
Svenska staten	7 075		10 068	
Svenska kommuner	0		75	
Svenska bostadsinstitut	22 356		19 714	
Övriga svenska finansiella företag	8 886		7 274	
Svenska icke-finansiella företag	241		3 244	
Utländska stater	47 524		43 223	
Övriga utländska emittenter	21 069		22 950	
Summa räntebärande tillgångar	107 151		106 548	
Fördelning per instrumenttyp				
Realränteb obligationer	0		0	
Övriga obligationer	104 524		100 312	
Statsskuldväxlar	0		0	
Förlagslån	1 933		2 500	
Onoterade reverslån	42		3 058	
Onoterade aktieägarlån	652		678	
Summa räntebärande tillgångar	107 151		106 548	

Omfattningen av utlåning av värdepapper samt erhållna säkerheter för dessa framgår av not 17.

11 Derivatinstrument

	2016-12-31		2015-12-31	
	Verkligt värde		Verkligt värde	
	Positivt	Negativt	Positivt	Negativt
Ränterelaterade instrument				
FRA / Terminer			-	-
Swappar	174	96	181	101
Summa ränterelaterade instrument	174	96	181	101
varav clearat	-	-	-	-
Valutarelaterade instrument				
Optioner	735	665	949	890
Terminer	1 703	2 920	2 159	724
Swappar	8	238	7	173
Summa valutarelaterade instrument	2 446	3 823	3 115	1 787
varav clearat				
Summa derivatinstrument	2 620	3 919	3 296	1 888
varav clearat	-	-	-	-

Angående derivatinstrumentens användningsområden och riskhantering, se not 20 Risker.

Löptidsanalys

Merparten av fondens derivat har en löptid kortare än ett år. Endast ett antal valutaoptioner, cross currency basis swappar, credit default swaps och valutaterminer har en längre löptid och av dessa är det 57 (32)

kontrakt som har ett negativt verkligt värde. Dessa redovisas i tabellerna nedan.

Utställda valutaoptioner, 2016-12-31

Valutapar	Tid till förfall, år	Verkligt värde, mkr
USD/SEK	1,6	-35
USD/SEK	1,6	-35
USD/JPY	1,8	-34
USD/JPY	2,1	-32
USD/JPY	2,7	-31
USD/JPY	2,7	-31
USD/JPY	2,1	-19
USD/JPY	2,7	-17
USD/JPY	2,7	-17
EUR/NOK	1,4	-16
USD/JPY	2,1	-15
USD/SEK	1,6	-11
USD/SEK	1,6	-11
EUR/NOK	1,3	-10
EUR/NOK	1,3	-10
EUR/NOK	1,3	-7
USD/JPY	2,0	-5
USD/JPY	1,8	-5
EUR/NOK	1,4	-3
USD/JPY	2,7	-2
USD/JPY	2,7	-2
EUR/NOK	1,3	-2
EUR/NOK	1,3	-2
USD/MXN	1,3	-2
USD/MXN	1,7	-2
USD/JPY	1,8	-2
USD/JPY	1,8	-2
EUR/NOK	1,3	-2
USD/MXN	1,9	-1
USD/JPY	1,8	-1
USD/JPY	1,8	-1
Summa		-367

Utställda valutaoptioner, 2015-12-31

Valutapar	Tid till förfall, år	Verkligt värde, mkr
USD/SEK	1,7	-30
USD/SEK	1,7	-28
USD/SEK	1,7	-17
USD/SEK	1,7	-16
USD/SEK	1,7	-9
USD/SEK	1,7	-5
USD/BRL	1,8	-0
USD/BRL	1,7	-0
Summa		-107

Cross Currency Basis Swaps, 2016-12-31

Valutapar	Tid till förfall, år	Verkligt värde, mkr
EUR/SEK	3,1	-14
EUR/SEK	1,9	-13
EUR/SEK	3,2	-7
Summa		-34

Credit Default Swaps, 2016-12-31

Valutapar	Tid till förfall, år	Verkligt värde, mkr
CDS INDEX	5,0	-36
CDS INDEX	2,0	-20
CDS INDEX	5,0	-18
CDS INDEX	6,0	-5
CDS SINGLE	5,0	-3
CDS SINGLE	4,5	-3
CDS SINGLE	2,7	-3
CDS SINGLE	5,0	-2
CDS SINGLE	4,0	-2
CDS SINGLE	3,3	-1
CDS SINGLE	5,0	-0
CDS SINGLE	5,0	-0
CDS SINGLE	2,7	-0
CDS SINGLE	1,5	-0
CDS SINGLE	6,6	-0
CDS SINGLE	2,0	-0
CDS SINGLE	3,5	-0
CDS SINGLE	3,5	-0
Summa		-95

Valutaterminer, 2016-12-31

Valutapar	Tid till förfall, år	Verkligt värde, mkr
EUR/SEK	1,3	-3
EUR/SEK	1,3	-3
USD/SEK	1,2	-2
USD/SEK	1,0	-2
EUR/SEK	1,3	-1
Summa		-10

Cross Currency Basis Swaps, 2015-12-31

Valutapar	Tid till förfall, år	Verkligt värde, mkr
USD/SEK	1,5	-149
Summa		-149

Credit Default Swaps, 2015-12-31

Valutapar	Tid till förfall, år	Verkligt värde, mkr
CDS INDEX	3,0	-22
CDS INDEX	5,0	-16
CDS INDEX	5,0	-13
CDS INDEX	5,0	-11
CDS INDEX	5,0	-5
CDS INDEX	5,0	-5
CDS INDEX	5,0	-5
CDS INDEX	5,0	-5
CDS SINGLE	3,8	-3
CDS SINGLE	1,2	-3
CDS INDEX	5,0	-3
CDS INDEX	7,1	-2
CDS SINGLE	4,5	-2
CDS SINGLE	5,0	-2
CDS SINGLE	1,5	-2
CDS SINGLE	1,2	-1
CDS SINGLE	3,5	-1
CDS SINGLE	1,5	-1
CDS SINGLE	2,5	-0
Summa		-104

Valutaterminer, 2015-12-31

Valutapar	Tid till förfall, år	Verkligt värde, mkr
GBP/SEK	1,2	-5
EUR/SEK	1,3	-1
EUR/SEK	1,5	-1
EUR/SEK	1,2	-1
Summa		-9

12 Övriga tillgångar

	2016-12-31	2015-12-31
Ej likviderade fordringar	219	893
Övriga tillgångar	1	1
Summa övriga tillgångar	220	894

13 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

	2016-12-31	2015-12-31
Upplupna ränteutgifter	1 032	1 239
Upplupna utdelningar och restitutioner	227	184
Övriga förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	8	8
Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	1 267	1 431

14 Övriga skulder

	2016-12-31	2015-12-31
Leverantörsskulder	5	6
Ej likviderade skulder	239	962
Övriga skulder	6	6
Summa övriga skulder	250	974

15 Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader

	2016-12-31	2015-12-31
Upplupna räntekostnader	337	197
Upplupna personalkostnader	10	13
Upplupna externa förvaltningsarvoden	4	7
Övriga upplupna kostnader	4	3
Summa förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	355	220

16 Fondkapital

	2016-12-31	2015-12-31
Ingående fondkapital	310 015	294 854
Nettobetalingar mot pensionssystemet		
Inbetalda pensionsavgifter	64 174	61 373
Utbetalda pensionsmedel till Pensionsmyndigheten	-70 595	-66 141
Överflyttning av pensionsrätter till EG	-1	-3
Reglering av pensionsrätt	1	2
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	-216	-176
Summa nettobetalingar till pensionssystemet	-6 637	-4 944
Årets resultat	30 542	20 105
Utgående fondkapital	333 920	310 015

17 Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden

	2016-12-31	2015-12-31
Övriga ställda panter och jämförliga säkerheter		
Utlånade värdepapper mot erhållen säkerhet i form av värdepapper ¹	25 072	20 062
Ställda säkerheter avseende börsclearade derivatavtal	1 136	1 427
Ställda säkerheter avseende OTC-derivatavtal ²	2 994	126
Åtaganden		
Investeringsåtaganden om framtida betalningar för alternativa och strategiska investeringar	9 962	6 457
Teckningsåtagande, se not 18	9 500	8 000

¹ Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper uppgår till 25 877 (20 802) mkr

² Erhållna säkerheter avseende OTC-derivatavtal uppgår till 208 (1 252) mkr.

18 Närstående

Syftet med noten är att upplysa om hur AP4:s resultat och ställning har påverkats av transaktioner och utestående mellanhanden, inklusive åtaganden, med närstående i enlighet med definitioner i IAS 24. Som närstående till AP4 betraktas samtliga intressföretag, se även not 9.

	2016-12-31	2015-12-31
Vasakronan Holding AB		
Ränteutgifter	147	215
Hyseskostnader ¹	11	11
Aktieägartillskott under året	3 000	0
Ågarlån	0	3 000
Åtagande ²	4 500	4 500
Rikshem Intressenter AB		
Ränteutgifter	9	125
Aktieägartillskott under året	586	1 661
Åtagande ²	5 000	3 500
ASE Holdings S.å.r.l.		
Ränteutgifter	28	30
Ågarlån	225	249
ASE Holdings II S.å.r.l.		
Ränteutgifter	26	21
Aktieägartillskott under året	34	66
Ågarlån	312	293

¹ AP4 hyr sina lokaler från Vasakronan Holding AB till marknadsmässiga villkor.

² AP4 har åtagit sig att på Vasakronans respektive Rikshems begäran köpa företagscertifikat i bolaget med upp till ett vid var tid högsta sammanlagda likvidbelopp om här angivet belopp.

Avseende löner och ersättningar till styrelse och ledande befattningshavare, se not 6.

19 Finansiella instrument, pris- och värderingshierarki

Verkligt värde, Mkr	2016-12-31	2016-12-31	2016-12-31	2016-12-31
	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totalt
Finansiella tillgångar				
Aktier och andelar, noterade	157 538	37 819	2 518	197 875
Aktier och andelar, onoterade	-	-	26 254	26 254
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	105 921	385	845	107 151
Derivatinstrument	0	2 620	-	2 620
Summa finansiella tillgångar	263 459	40 824	29 618	333 901
Finansiella skulder				
Derivatinstrument	0	-3 919	-	-3 919
Summa finansiella skulder	0	-3 919	-	-3 919
Netto finansiella tillgångar och skulder	263 459	36 906	29 618	329 982

Verkligt värde, Mkr	2015-12-31	2015-12-31	2015-12-31	2015-12-31
	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totalt
Finansiella tillgångar				
Aktier och andelar, noterade	139 682	35 308	2 377	177 367
Aktier och andelar, onoterade	-	-	19 822	19 822
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	102 512	144	3 892	106 548
Derivatinstrument	0	3 296	-	3 296
Summa finansiella tillgångar	242 195	38 749	26 090	307 034
Finansiella skulder				
Derivatinstrument	0	-1 888	-	-1 888
Summa finansiella skulder	0	-1 888	-	-1 888
Netto finansiella tillgångar och skulder	242 195	36 861	26 090	305 146

Nivå 1. Instrument med publicerade prisnoteringar

Finansiella instrument som handlas på en aktiv marknad. Marknaden bedöms aktiv om det finns noterade priser som regelbundet uppdateras med högre frekvens än en gång per vecka och om dessa priser används okorrigerat för avslut på marknaden. Här återfinns knappt 80 procent av AP4:s placeringstillgångar.

Nivå 2. Värderingstekniker baserade på observerbara marknadsdata

Finansiella instrument som handlas på en marknad som inte bedöms aktiv men där det finns noterade priser som används okorrigerat för avslut, eller observerbar indata som regelbundet uppdateras för indirekt värdering med allmänt vedertagna modeller. I denna kategori återfinns hos AP4 främst marknadsnoterade aktiefonder som inte bedöms aktiva men där det finns observerbar indata som regelbundet uppdateras för indirekt värdering samt OTC-derivat såsom valutaterminer och ränteswappar, men även ränteinstrument och fonder, innehållande ränterelaterade instrument, med låg likviditet.

OTC-derivat värderas med hjälp av diskonteringskurvor som indirekt baseras på regelbundet uppdaterad, observerbar indata vilken interpoleras eller extrapoleras för att beräkna ej observerbara räntor. Indata till dessa räntor som används för att diskontera instrumentets framtida kassaflöden för värdering uppdateras regelbundet och är observerbar vilket dock inte gäller för räntorna. Därför klassificeras dessa instrument till nivå 2.

Nivå 3. Värderingstekniker baserade på icke observerbara marknadsdata

Finansiella instrument som värderas med ett inte oväsentligt inslag av ej observerbara data eller som i övrigt ej kan klassificeras till nivå 1 eller 2. Här återfinns i huvudsak onoterade aktier och ägarlån i direktägda fastighetsbolag samt onoterade aktier i riskkapitalbolag. För riskkapitalbolag används främst IPEV:s principer som ramverk vilket innefattar ett flertal värderingsmetoder såsom värdering baserat på faktiska transaktioner, multipelvärdering, substansvärdering och diskonterat kassaflöde.

För innehav i direktägda fastighetsbolag används främst principerna från IPD Svenskt Fastighetsindex som ramverk där två grundmetoder är rådande. Dessa är ortsprismetod och indirekt avkastningsmetod (nuvärdesmetod).

Ortsprismetoden innebär att fastighetsinnehav jämförs med liknande objekt som sålts på öppen marknad medan indirekt avkastningsmetod innebär att framtida prognostiserade kassaflöden diskonteras.

Känslighetsanalys

Enligt IFRS ska en känslighetsanalys presenteras med hjälp av en alternativt värdering för tillgångar som återfinns under Nivå 3. Ur ett värderingstekniskt perspektiv är en alternativt värdering av dessa tillgångar förenad med stora svårigheter. Generellt kan sägas att för onoterade fastigheter är direktavkastningskravet av central vikt, men även antaganden kring faktorer som vakanser, driftskostnader, marknads- och vinststillväxt har stor betydelse. För riskkapitalbolag är vinststillväxt och börsens multipelvärdning av betydelse. Värderingarna i nivå 3 innehåller normalt en fördröjning som i positivt trendande marknad innebär en försiktig värdering.

En känslighetsanalys för AP4:s största fastighetsinnehav, Vasakronan, med ett verkligt värde för aktier och andelar på 13,8 mdkr, det vill säga cirka 50 procent av onoterade aktier inom nivå 3, har tagits fram av fastighetsbolaget. Enligt analysen skulle en förändring av direktavkastningskravet med +/- 0,25 procentenheter förändra värdet på aktieinnehavet i Vasakronan med cirka -1,5/+1,7 mdkr.

För värderingen av AP4:s investeringar i riskkapitalbolag under onoterade aktier, motsvarande 2,6 mdkr, görs väsentliga antaganden om värderingsmultiplar och framtida kassaflöden. Om antagandet för multipeln på EV/EBITDA ändras med +/- 5 procent skulle värderingen av dessa investeringar förändras med +/- 330 mkr.

Vad gäller AP4:s högavkastande räntebärande tillgångar under noterade aktier baseras värderingen väsentligen på diskonteringsräntor för räntetäckter och återbetalning av lån.

En förändring av diskonteringsräntor med +/- 1 procentenhet för alla löptider skulle medföra värderingsförändringar på +/- 76 mkr.

Förändringar i nivå 3

	Aktier och andelar onoterat	Aktier och andelar noterade	Obligationer och andra räntebärande tillgångar
Ingående balans 2016-01-01	19 822	2 377	3 892
Realiserade och orealiserade vinster (+) eller förluster (-)			
i resultaträkningen*	3 025	-163	-137
Köp	4 189	777	205
Försäljning	-782	-472	-3 115
Utgående balans 2016-12-31	26 254	2 518	845
*Varav realiserat resultat	2 448	-255	-137

	Aktier och andelar onoterat	Aktier och andelar noterade	Obligationer och andra räntebärande tillgångar
Ingående balans 2015-01-01	14 696	1 278	5 495
Realiserade och orealiserade vinster (+) eller förluster (-)			
i resultaträkningen*	3 227	429	-16
Köp	3 215	995	222
Försäljning	-1 315	-325	-1 810
Utgående balans 2015-12-31	19 822	2 377	3 892
*Varav realiserat resultat	3 133	256	-16

20 Risker

Se under rubriken *Riskhantering* på sidorna 30-31 för närmare beskrivning av AP4:s riskhantering.

Verksamhetens risker

Nedan följer en beskrivning av verksamhetens huvudsakliga risker som utgörs av finansiella och operativa risker.

Operativa risker

Med operativa risker menas "risken för förluster till följd av icke ändamålsenliga eller misslyckade processer, mänskliga fel, felaktiga system eller externa händelser". Definitionen inkluderar legal risk. Exempel på operativa risker kan vara medveten eller omedveten felaktig hantering, vilken kan vara orsakad av undermåliga rutiner eller instruktioner, inadekvata system, otillräcklig kontroll och revision samt genom brottsligt förfarande eller externa händelser.

Operativa risker inom AP4 ska hanteras genom en fastställd och fondegemensam process och metodik. För alla väsentliga risker ska nyckelkontroller finnas, vilka så långt det är möjligt, minskar sannolikheten för att riskerna materialiseras eller lindrar konsekvenserna när oönskade händelser trots allt inträffar. Vid värdering av risker ska befintliga nyckelkontroller kvalitets säkras för att säkerställa att de har önskad funktionalitet och är effektiva.

Inom riskhantering avseende operativa risker är det särskilt viktigt att utvärdera förändringsprocesser och dess effekter på verksamheten. Operativa risker utvärderas specifikt i samband med implementering av nya produkter, systemförändringar och organisationsförändringar.

För att minimera operativa risker ska en tydlig fördelning av ansvar och befogenheter vara dokumenterad i skriftliga instruktioner. Gällande processer och rutiner ska dessa säkerställa en god intern kontroll samt vara dokumenterade genom relevanta instruktioner.

AP4:s samtliga enheter och/eller grupper ansvarar för att i den dagliga verksamheten leva upp till de krav som ställs på god intern kontroll samt att avsätta tillräckliga resurser för detta. Detta omfattar bland annat kontroll av efterlevnad av samtliga regelverk som gäller för AP4. Det åligger även var och en inom AP4:s organisation att fullgöra sina arbetsuppgifter i linje med mål och verksamhetsplaner samt inom ramen för externa och interna restriktioner.

Gällande riskhantering avseende operativa risker ansvarar enheten för Avkastning, Risk och Kontroll (ARK) för att stödja och samordna hanteringen av operativa risker inom hela fonden. Detta innebär att ARK minst årligen ska följa upp att den gemensamma metoden för riskhantering avseende operativa risker har efterlevts för samtliga kartlagda processer inom fonden. Motsvarande gäller för väsentliga identifierade förändringsprocesser såsom t ex implementering av nya produkter, systemförändringar och organisationsförändringar.

AP4:s juristhet ansvarar bland annat för legala riskaspekter i avtal och liknande.

Finansiella risker

De finansiella riskerna, där främst marknads-, kredit- och likviditetsrisker ingår, följs upp och kontrolleras i den oberoende enheten ARK som rapporterar direkt till VD och styrelse. Förvaltningens mål är att endast ta positioner som förväntas generera god avkastning inom fastställda riskmandat. Därför bör de huvudsakliga risker som AP4 exponerar sig mot bestå av transparenta finansiella risker och då främst marknadsrisker där det finns goda möjligheter för riskpremier att prognostiseras.

Marknadsrisker

Marknadsrisk utgörs av risken för att värdet av ett instrument påverkas negativt på grund av variationer i aktiekurser, valutakurser eller marknadsräntor. Då AP4:s innehav i huvudsak består av noterade instrument med daglig prissättning på likvida marknader finns goda möjligheter att löpande mäta och rapportera marknadsrisker genom både prognostiserade och realiserade risktal. AP4 har som mål att hålla en hög andel noterade aktier och räntebärande instrument.

Aktieprisrisk

Med aktieprisrisk avses förväntad variation i marknadsvärdet hos aktier. Aktieprisrisk hanteras genom diversifiering över regioner, länder och sektorer.

Ränterisk

Endast AP4:s räntebärande tillgångar ingår vid mätning av ränterisk som avser förväntad variation i marknadsvärdet på fondens räntebärande tillgångar orsakad av nominella ränterörelser på räntemarknaderna. AP4 hanterar ränterisk genom diversifiering över olika regioner och räntekurvor samt begränsning av durationsavvikelsen mellan den taktiska och strategiska förvaltningen.

Valutarisk

Valutarisk avser förväntad variation i valutakurser avseende tillgångar noterade i utländsk valuta. Valutarisk uppstår i samband med investeringar noterade i utländsk valuta. Lagen om allmänna fonder begränsar den totala valutaexponeringen i fonden till maximalt 40 procentenheter. AP4:s placeringpolicy fastställer slutlig valutaexponering för varje större valuta i normalportföljen.

Placeringstillgångarnas risk

Ett sätt att beräkna finansiella risker är genom riskmättet Value at Risk (VaR). Value at Risk definieras som den maximala förlust, som kan uppstå med en given sannolikhet under en given tidsperiod. I tabellen nedan används en analytisk faktormodell för tidsperioden 10 dagar och konfidenzgraden 95 procent.

20 Forts Risker

Placeringsstillgångarnas risk

Förvaltningshorisont	2016-12-31			2015-12-31		
	VaR, ex-ante Innehavs- period 10 dagar	Bidrag volatilitet %, 12 mån, portfölj	VaR, ex-ante, innehavs- period 1 dag ²	VaR, ex-ante Innehavs- period 10 dagar	Bidrag volatilitet % 12 mån, portfölj	VaR, ex-ante, innehavs- period, 1 dag ²
Aktier	7 225	8,00	2 152	6 568	7,83	2 119
Räntebärande	-151	-0,17	-66	-100	-0,12	-31
Valuta	-22	-0,02	71	4	0,00	319
Summa Normalportfölj	7 053	7,81	2 157	6 471	7,71	2 407
Strategisk Förvaltning ¹	486	0,54	-80	572	0,68	-66
Taktisk förvaltning	154	0,17	-6	71	0,08	-10
Summa placeringsstillgångar	7 685	8,51	2 071	7 116	8,48	2 330
varav Passiv förvaltning	-8	-0,01		1	0,00	

¹ För vissa av AP4:s strategiska tillgångar saknas marknadsnoteringar av tillgångspriser med god periodicitet eller också saknas underliggande innehav till ett index. Detta försvårar möjligheten till att prognosticera riskerna för dessa tillgångar på ett tillfredställande sätt i fondens risksystem Barra. AP4 har därför valt att använda alternativa noterade värdepapper som approximationer för dessa innehav. Totalt är det för 15,4 procent av de strategiska tillgångarna som approximationer används. Av detta utgör fastighetsinnehav 5,4 procent och som proxy används svenska noterade fastighetsaktier. Vidare utgör CO2-mandat 4,3 procent och som proxy används motsvarande regionala MSCI-index. Ytterligare 2,7 procent utgörs av ett externt förvaltad aktie-mandat inom tillväxtmarknader och detta proxas med MSCI Emerging Markets.

² För att möjliggöra jämförelse med Första, Andra och Tredje AP-fonden har fonden även skattat VaR utifrån en endags innehavsperiod, 95 percenters konfidensnivå samt en datalängd om ett år där observationerna ges lika vikt. Här har en simuleringsmetod med historisk avkastningsfördelning använts för beräkningen.

För beräkning av finansiella risker används riskmättet Value at Risk (VaR). Value at Risk definieras som den maximala förlust, som kan uppstå med en given sannolikhet under en given tidsperiod. I tabellen ovan används tidsperioden 10 dagar och konfidensgraden 95 procent om inget annat anges.

Valutaexponering

AP4 valutasäkrar hela innehavet av utländska räntebärande tillgångar samt delar av det utländska aktieinnehavet med hjälp av valutaderivat.

AP4:s valutaexponering var vid årets utgång 26,9 (27,0) procent. I nedanstående tabell presenteras fondens valutaexponering.

2016-12-31	USD	EUR	GBP	JPY	Övriga	Summa
Aktier och andelar	85 809	18 042	8 076	10 330	10 717	132 974
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	44 680	16 287	9 978	0	0	70 945
Derivatinstrument, exkl valutaderivat	-825	-3 700	0	0	0	-4 525
Övriga fordringar och skulder, netto	1 180	481	421	90	393	2 566
Valutaderivat	-74 523	-20 652	-8 586	-3 338	-5 007	-112 106
Valutaexponering, netto	56 321	10 458	9 889	7 082	6 104	89 854

2015-12-31	USD	EUR	GBP	JPY	Övriga	Summa
Aktier och andelar	72 237	19 600	8 504	9 474	9 223	119 038
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	41 870	15 376	11 305	0	0	68 551
Derivatinstrument, exkl valutaderivat	-845	-272	0	0	0	-1 117
Övriga fordringar och skulder, netto	959	917	422	183	559	3 040
Valutaderivat	-60 832	-20 140	-11 168	-3 574	-9 949	-105 664
Valutaexponering, netto	53 389	15 481	9 063	6 083	-168	83 849

20 Forts Risker

Kreditrisker

Med kreditrisk avses risken att en emittent eller motpart inte kan fullgöra sina betalningsförpliktelser. Kreditexponering avser det värde som, genom avtal med motpart eller emittent, är utsatt för kreditrisk, d v s kreditexponering omfattar både emittent- och motpartsexponering. Den totala kreditrisken begränsas genom val av ränteindex i normalportföljen och limiter per ratingkategori.

Kreditrisk per emittentgrupp/emittent begränsas av limiter vilka omfattar både emittent- och motpartsrisk.

VD godkänner samtliga motparter med vilka fonden kan göra affärer (avseende både standardiserade och icke-standardiserade instrument). Vidare fastslås att vid handel med OTC-derivat ska ISDA och CSA finnas med samtliga större motparter.

Ratingklasser, 2016-12-31	Icke standardiserade derivat			
	Obligationer ² exponering	Verkligt värde ²	Pant / säkerhet	Resterande risk
AAA ¹	81 707			
AA	16 513	-110	307	196
A	6 096	-1 387	1 576	189
BBB	2 934	-107	110	4
Saknar rating ³	747			
Summa kreditriskexponering	107 997	-1 604	1 993	389

Ratingklasser, 2015-12-31	Icke standardiserade derivat			
	Obligationer ² exponering	Verkligt värde ²	Pant / säkerhet	Resterande risk
AAA	50 199	4		
AA	40 054	318	-375	-56
A	5 143	739	-863	-124
BBB	8 260	175	-186	-11
Saknar rating ³	3 773			
Summa kreditriskexponering	107 428	1 236	-1 424	-192

¹ I samband med förändrade interna ratingkriterier under 2016 har ett antal obligationer och emittenter erhållit en ny ratingbedömning. Främst är det amerikanska statspapper, med en exponering på motsvarande 29 367 mkr, som erhållit en AAA rating istället för en AA rating.

² Verkligt värde, inklusive upplupen ränta.

³ Avser förlagslån, obligationer samt aktieägarlån inom Alternativa investeringar och Fastigheter.

20 Forts Risker

Likviditetsrisker

Likviditetsrisker omfattar dels likviditetsrisker som avser kassaflöden respektive likviditetsrisker i finansiella instrument.

Likviditetsrisk i ett finansiellt instrument utgörs av risken för att instrumentet inte kan säljas eller endast kan säljas till ett väsentligt lägre pris än det marknadsnoterade priset.

En stor del av AP4:s värdepapper är omedelbart belåningsbara. Eventuella förluster på valutaterminer och aktieindexterminer kan dock vara av en betydande storlek och dagliga prognoser över likviditet i SEK och valuta ska upprättas.

AP4:s likviditetsrisk i finansiella instrument begränsas av placeringsnivåerna samt val av referensindex för räntebärande värdepapper och noterade aktier. Illikvida finansiella instrument förekommer främst i form av tillgångar i onoterade bolag och fastigheter. Även OTC-derivat och kreditpapper kan från tid till annan vara illikvida och/eller uppvisa stora skillnader mellan köp- och säljkurser.

Förfallostruktur, 2016-12-31						
Löptid	< 1 år	1 < 3 år	3 < 5 år	5 < 10 år	> 10 år	Total
Nominellt stat	1 415	7 113	16 555	19 074	10 643	54 800
Nominellt kredit	2 753	22 421	17 851	8 068	2 103	53 196
Total	4 168	29 534	34 406	27 142	12 746	107 997

Förfallostruktur, 2015-12-31						
Löptid	< 1 år	1 < 3 år	3 < 5 år	5 < 10 år	> 10 år	Total
Nominellt stat	634	3 434	12 537	26 852	9 847	53 304
Nominellt kredit	4 042	11 703	28 256	8 066	2 058	54 124
Total	4 676	15 137	40 793	34 918	11 904	107 428

Samtliga skulder har en löptid understigande ett år förutom ett antal valutoptioner och kreditderivat (s.k. Credit default swaps), se not 11. Det sammanlagda marknadsvärdet på dessa kontrakt är dock begränsat och de har därför utelämnats i ovanstående tabell.

Hantering av derivat

AP4 använder derivat inom de flesta förvaltningsmandaten. Derivat har flera olika användningsområden och syften där de viktigaste är följande:

- Valutasäkring av AP4:s utländska placeringar, för vilket derivat är det enda alternativet.
- Effektivisering av indexförvaltningen, där derivat används för att minimera transaktionskostnader och förenkla hantering.
- Effektivisering av den aktiva förvaltningen, där derivat används för att de dels minimerar transaktionskostnader och förenklar hanteringen, dels ger möjlighet att ta positioner som inte kan skapas med andra instrument (korta positioner, volatilitetspositioner med mera)
- Reglering av den strategiska portföljens risk med hjälp av strategiska derivatpositioner.

Likviditetsrisken kan även vara hög om det krävs stora nettoutbetalningar från skuldsidan eftersom fonden har betalningsförpliktelse mot Pensionsmyndigheten. Det är då nödvändigt att hålla en stor andel likvida instrument. I dagsläget gör AP4 månatliga utbetalningar till Pensionsmyndigheten som i relation till befintligt kapital är relativt små.

Genom lagen om allmänna pensionsfonder begränsas likviditetsrisken dessutom genom att minst 30 procent av AP4:s totala marknadsvärde måste vara placerat i fordringsrätter med låg kredit- och likviditetsrisk.

I styrelsens regelverk begränsas likviditetsrisker genom särskilda regler för investeringar i räntebärande tillgångar och genom noggrann uppföljning av kassatillgodohavanden. AP4 investerar en stor andel av portföljen i noterade aktier och statsobligationer med god likviditet. Sammantaget bedöms likviditetsrisken i AP4 som låg.

I tabellen nedan presenteras en sammanställning över AP4:s likviditetsrisk i enlighet med förfallostruktur. Obligationer och räntebärande instrument upptagna till verkligt värde, inklusive upplupen ränta.

Användningen av derivat begränsas både med avseende på nominellt underliggande värde och med avseende på marknadsrisk. Alla derivatpositioner och därmed sammanhängande risker ingår i den dagliga positions- och riskbevakningen.

VD godkänner samtliga motparter med vilka AP4 kan göra affärer, avseende både standardiserade och icke-standardiserade instrument.

Vidare fastslås att vid handel med OTC-derivat ska ISDA, International Swaps and Derivatives Association, och CSA, Credit Support Annex, finnas med samtliga större motparter. ISDA-avtal avser ett standardavtal för att reglera handel med derivat mellan två motparter. CSA-avtal avser en bilaga till ett ISDA-avtal.

CSA-avtalet reglerar hur säkerheter ska ställas för utestående skulder i form av likvida medel eller värdepapper.

21 Finansiella tillgångar och skulder som nettas i balansräkningen eller lyder under nettningsavtal

2016-12-31	Brutto-belopp	Nettade belopp i BR	Nettobelopp i BR	Belopp som inte nettas i balansräkningen				Summa i BR
				Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Erhållna säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt ¹	
Tillgångar								
Derivatinstrument	2 620	0	2 620	2 314	188	118	-	2 620
Ej likviderade fordringar	1 401	1 400	1	-	-	1	218	219
Summa	4 021	1 400	2 621	2 314	188	119	218	2 839
Skulder								
Derivatinstrument	3 919	0	3 919	2 314	1 603	2	-	3 919
Ej likviderade skulder	1 400	1 400	0	-	-	0	239	239
Summa	5 319	1 400	3 919	2 314	1 603	2	239	4 158

2015-12-31	Brutto-belopp	Nettade belopp i BR	Nettobelopp i BR	Belopp som inte nettas i balansräkningen				Summa i BR
				Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Erhållna säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt ¹	
Tillgångar								
Derivatinstrument	3 287	0	3 287	1 772	1 186	329	9	3 296
Ej likviderade fordringar	6 831	6 821	9	-	-	9	884	893
Summa	10 118	6 821	3 297	1 772	1 186	338	893	4 189
Skulder								
Derivatinstrument	1 872	0	1 872	1 772	98	2	16	1 888
Ej likviderade skulder	6 833	6 821	12	-	-	12	950	962
Summa	8 705	6 821	1 884	1 772	98	14	965	2 850

¹ Övriga instrument i balansräkningen som inte lyder under avtal som tillåter kvittning.

Tabellen ovan visar finansiella tillgångar och skulder som presenteras netto i balansräkningen eller som har rättigheter förknippade med rättsligt bindande ramavtal om kvittning eller liknande avtal. Finansiella tillgångar och skulder nettoredo visas i balansräkningen när AP4 har en legal rätt att netta under normala affärsförhållanden och i händelse av insolvens, och om det finns en avsikt att erlagga likvid netto eller realisera tillgången och erlagga likvid för skulden samtidigt. Finansiella tillgångar och skulder som lyder under rättsligt bindande ramavtal om kvittning eller liknande avtal som inte presenteras netto i balansräkningen är arrangemang som vanligtvis träder i laga kraft i händelse av insolvens men inte under normala affärsförhållanden eller arrangemang där AP4 inte har intentionen att avveckla positionerna samtidigt.

Styrelsens underskrifter

Stockholm den 21 februari 2017

Sarah McPhee
Styrelseordförande

Jakob Grinbaum
Vice ordförande

Heléne Fritzon

Ing-Marie Gren

Sven Hegelund

Stefan Lundbergh

Erica Sjölander

Maj-Charlotte Wallin

Göran Zettergren

Niklas Ekvall
Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har lämnats den 21 februari 2017

Susanne Sundvall
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Revisionsberättelse

För Fjärde AP-fonden, org. nr 802005-1952.

Rapport om årsredovisningen

Uttalanden

Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Fjärde AP-fonden för år 2016. Fondens årsredovisning ingår på sidorna 40-65 i detta dokument.

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Fjärde AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2016 och av dess finansiella resultat för året enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Förvaltningsberättelsen är förenlig med årsredovisningens övriga delar.

Vi tillstyrker därför att resultaträkningen och balansräkningen fastställles.

Annan information än årsredovisningen

Detta dokument innehåller även annan information än årsredovisningen och återfinns på sidorna [1-39]. Det är styrelsen och den verkställande direktören som har ansvaret för denna andra information.

Vårt uttalande avseende årsredovisningen omfattar inte denna information och vi gör inget uttalande med bestyrkande avseende denna andra information.

I samband med vår revision av årsredovisningen är vårt ansvar att läsa den information som identifieras ovan och överväga om informationen i väsentlig utsträckning är oförenlig med årsredovisningen. Vid denna genomgång beaktar vi även den kunskap vi i övrigt inhämtat under revisionen samt bedömer om informationen i övrigt verkar innehålla väsentliga felaktigheter.

Om vi, baserat på det arbete som har utförts avseende denna information, drar slutsatsen att den andra informationen innehåller en väsentlig felaktighet, är vi skyldiga att rapportera detta. Vi har inget att rapportera i det avseendet.

Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing (ISA) och god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt dessa standarder beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Fjärde AP-fonden enligt god revisorssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för att årsredovisningen upprättas och att den ger en rättvisande bild enligt lagen om allmänna pensionsfonder. Styrelsen och verkställande direktören ansvarar även för den interna kontroll som de bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

Vid upprättandet av årsredovisningen ansvarar styrelsen och verkställande direktören för bedömningen av fondens förmåga att fortsätta verksamheten. De upplyser, när så är tillämpligt, om förhållanden som kan påverka förmågan att fortsätta verksamheten och att använda antagandet om fortsatt drift. Antagandet om fortsatt drift tillämpas dock inte om styrelsen och verkställande direktören avser att likvidera fonden, upphöra med verksamheten eller inte har något realistiskt alternativ till att göra något av detta.

Revisorns ansvar

Våra mål är att uppnå en rimlig grad av säkerhet om huruvida årsredovisningen som helhet inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel, och att lämna en revisionsberättelse som innehåller våra uttalanden. Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men är ingen garanti för att en revision som utförs enligt ISA och god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka en väsentlig felaktighet om en sådan finns. Felaktigheter kan uppstå på grund av oegentligheter eller fel och anses vara väsentliga om de enskilt eller tillsammans rimligen kan förväntas påverka de ekonomiska beslut som användare fattar med grund i årsredovisningen.

Som del av en revision enligt ISA använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Dessutom utför vi följande moment:

- Vi identifierar och bedömer riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel, utformar och utför granskningsåtgärder bland annat utifrån dessa risker och inhämtar revisionsbevis som är tillräckliga och ändamålsenliga för att utgöra en grund för våra uttalanden. Risker för att inte upptäcka en väsentlig felaktighet till följd av oegentligheter är högre än för en väsentlig felaktighet som beror på fel, eftersom oegentligheter kan innefatta agerande i maskopi, förfalskning, avsiktliga utelämnanden, felaktig information eller åsidosättande av intern kontroll.
- Vi skaffar oss en förståelse av den del av fondens interna kontroll som har betydelse för vår revision för att utforma granskningsåtgärder som är lämpliga med hänsyn till omständigheterna, men inte för att uttala oss om effektiviteten i den interna kontrollen.
- Vi utvärderar lämpligheten i de redovisningsprinciper som används och rimligheten i styrelsens och verkställande

direktörens uppskattningar i redovisningen och tillhörande upplysningar.

- Vi prövar lämpligheten i att styrelsen och verkställande direktören använder antagandet om fortsatt drift vid upprättandet av årsredovisningen. Vi prövar, med grund i de inhämtade revisionsbevisen, om huruvida det finns någon väsentlig osäkerhetsfaktor som avser sådana händelser eller förhållanden som kan leda till betydande tvivel om fondens förmåga att fortsätta verksamheten.

Om vi drar slutsatsen att det finns en väsentlig osäkerhetsfaktor, måste vi i revisionsberättelsen fästa uppmärksamheten på upplysningarna i årsredovisningen om den väsentliga osäkerhetsfaktorn eller, om sådana upplysningar är otillräckliga, modifiera uttalandet om årsredovisningen. Våra slutsatser baseras på de revisionsbevis som inhämtas fram till datumet för revisionsberättelsen. Dock kan framtida händelser eller förhållanden göra att fonden inte längre kan fortsätta verksamheten.

- Vi utvärderar den övergripande presentationen, strukturen och innehållet i årsredovisningen, däribland upplysningarna, och om årsredovisningen återger de underliggande transaktionerna och händelserna på ett sätt som ger en rättvisande bild.

Vi måste informera styrelsen om bland annat revisionens planerade omfattning och inriktning samt tidpunkten för den. Vi måste också informera om betydelsefulla iakttagelser under revisionen, däribland de betydande brister i den interna kontrollen som vi identifierat.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Uttalanden

Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Fjärde AP-Fonden förvaltar. Vi har även granskat om det finns någon anmärkning i övrigt mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning av Fjärde AP-Fonden för 2016.

Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt denna beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Fjärde AP-Fonden enligt god revisionssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för mina våra uttalanden.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för räkenskaphandlingarna samt för förvaltningen av fondens tillgångar enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Styrelsen ansvarar för Fjärde AP-Fondens organisation och förvaltningen av Fjärde AP-Fondens angelägenheter. Detta innefattar bland annat att fortlöpande bedöma Fjärde AP-Fondens ekonomiska situation och att tillse att Fjärde AP-Fondens organisation är utformad så att bokföringen, medelsförvaltningen och Fjärde AP-Fondens ekonomiska angelägenheter i övrigt kontrolleras på ett betryggande sätt.

Den verkställande direktören ska sköta den löpande förvaltningen enligt styrelsens riktlinjer och anvisningar och bland annat vidta de åtgärder som är nödvändiga för att Fjärde AP-Fondens bokföring ska fullgöras i överensstämmelse med lag och för att medelsförvaltningen ska skötas på ett betryggande sätt.

Revisorns ansvar

Vårt mål beträffande revisionen av förvaltningen, och därmed vårt uttalande om förvaltningen är att inhämta revisionsbevis för att med en rimlig grad av säkerhet kunna bedöma om det finns någon anmärkning mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning för Fjärde AP-fonden för räkenskapsåret 2016.

Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men ingen garanti för att en revision som utförs enligt god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka åtgärder eller försummelser som kan föranleda anmärkning.

Som en del av en revision enligt god revisionssed i Sverige använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Granskningen av förvaltningen grundar sig främst på revisionen av räkenskaperna. Vilka tillkommande granskningsåtgärder som utförs baseras på vår professionella bedömning med utgångspunkt i risk och väsentlighet. Det innebär att vi fokuserar granskningen på sådana åtgärder, områden och förhållanden som är väsentliga för verksamheten och där avsteg och överträdelser skulle ha särskild betydelse för Fjärde AP-fondens situation. Vi går igenom och prövar fattade beslut, beslutsunderlag, vidtagna åtgärder och andra förhållanden som är relevanta för vårt uttalande om förvaltningen.

Stockholm den 21 februari 2017

Susanne Sundvall
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

>> SJÄTTE AP-FONDEN I SIFFROR

Sjätte AP-fonden i siffror

Sjätte AP-fonden förvaltar
28,1 miljarder kronor

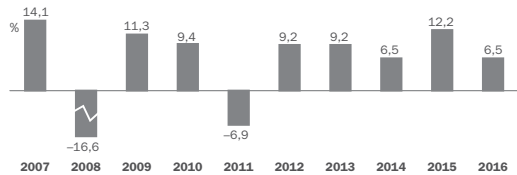


■ Direktinvesteringar, 28%
/30-tal bolag
■ Fonder, 31% /ca 300 bolag
■ Likviditet, 41%

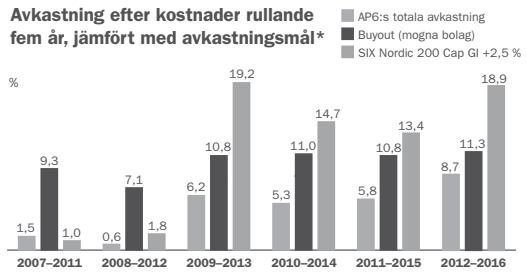
10,1%

Den genomsnittliga avkastningen för mogna investeringar under de senaste tio åren

Avkastning efter kostnader 2007–2016



Avkastning efter kostnader rullande fem år, jämfört med avkastningsmål*



* Buyout (moget) särredovisas då investeringar inom detta segment ligger i linje med AP6 strategi sedan 2011.

Avkastning under tio och fem år samt under 2016

År	2007–2016	2012–2016	2016
Totalt buyout, %	10,1	11,3	9,8
– Fonder	11,8	14,0	8,1
– Direkt	9,2	9,9	11,1
Totalt venture capital, %	-6,0	2,9	8,0
– Fonder	1,7	13,0	8,0
– Direkt	-12,7	-5,9	8,0
Avkastningsmål	9,6	18,9	10,5

Resultatet fördelat per segment, 2007–2016

MSEK	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Genomsnittlig avkastning, %
Buyout (mogna bolag)	1 976	-875	937	1 548	1 104	1 566	998	971	2 177	1 424	10,1
Venture Capital (tidig fas)	468	-874	-121	-683	-2 087	-131	176	196	331	192	-6,0
Avkastning sysselsatt kapital	2 444	-1 749	816	865	-983	1 435	1 174	1 167	2 508	1 616	5,9
Likviditetsförvaltning, riskhantering samt interna kostnader	-12	-1 503	1 037	841	-397	266	686	274	359	106	-
Resultat	2 432	-3 252	1 853	1 706	-1 380	1 701	1 860	1 441	2 867	1 722	5,1

Viktiga händelser 2016

Omställningen av portföljen avslutad

Sedan 2011 har det pågått en omställning av portföljen, som en följd av beslut i styrelsen om ny investeringsinriktning. Innehav som inte legat i linje med ny inriktning har successivt avyttrats. I och med att två av de största innehaven avyttrades – Volvofinans under 2015 och Norrporten under 2016 – kan omställningen sägas vara formellt avslutad. Det kan konstateras att detta femåriga arbete har varit framgångsrikt. I fallet med Norrporten – ett av Sveriges största fastighetsbolag – kan avkastningen summeras till runt 15 procent varje år, under 15 år.

Sammantaget har en stor mängd innehav avyttrats samtidigt som en ny portfölj av investeringar har byggts upp. Den årliga avkastningen på det sysselsatta kapitalet har för de senaste fem åren varit 9,8 procent.

Många nya direktinvesteringar

Årets många direktinvesteringar är ett resultat av de långsiktiga samarbeten som byggts upp och fördjupats med fondbolag och andra investerare under de senaste åren. Under året har ett tiotal nya direktinvesteringar genomförts. Fyra av dessa har genomförts tillsammans med EQT, medan samarbetet med FSN har resulterat i två. Vidare har investeringar gjorts i nya portföljbolag tillsammans med Nordic Capital, Triton, Cinven och Permira.

En direktinvestering har även genomförts med en ny samarbetspartner, fondbolaget PAI Partner. Vanligtvis bygger den här typen av investering på att man är befintlig investerare i fondbolaget. AP6 har inte utfäst kapital till PAI Partner men deltar likväl som investerare i ett av fondens bolag. Ett långsiktigt relationsbyggande i kombination med AP6:s breda transaktionskompetens möjliggjorde investeringen.

Stort antal nya fondufästelser

Breddningen av AP6:s fondportfölj har varit omfattande under året och följer den plan som har sin utgångspunkt i den nya investeringsinriktningen. Under året har ett stort antal nya fondufästelser slutförts, vilket inneburit att AP6 inlett en rad nya samarbeten med ledande fonder. En fortsatt internationalisering av portföljen är en följd av detta arbete.

Utfästelser till redan befintliga samarbetspartners innefattar bland annat EQT, FSN och Creandum. I raden av nya samarbetspartners återfinns exempelvis Cinven, Permira och HgCapital. Sammantaget innefattar årets fondufästelser såväl lokala, europeiska som globala aktörer.

Investeringar i Secondary

Under året har också ett antal secondary-transaktioner genomförts. Befintliga andelar i tre olika fonder har förvärvats direkt från Andra AP-fonden. Vidare har kapital utfästs till Alpinvests secondary-fond, med vilken även en co-investering genomförts i samband med fondens första investering.



>> RESULTATRÄKNING

Resultaträkning

MSEK	Not	2016	2015
Investeringsverksamheten			
Nettoresultat noterade aktier och andelar		348	796
Nettoresultat onoterade aktier och andelar	2	1 170	1 976
Aktieutdelning		308	225
Övriga finansiella intäkter och kostnader	3	1	-3
Förvaltningskostnader	4,6	-60	-80
Gemensamma kostnader	5,6	-45	-47
Årets resultat		1 722	2 867

Balansräkning

MSEK	Not	2016-12-31	2015-12-31
TILLGÅNGAR			
Placeringstillgångar			
Aktier och andelar i noterade bolag och fonder	7,8	3 719	1 966
Aktier och andelar i onoterade bolag och fonder	7,9	14 899	18 602
Övriga räntebärande värdepapper	7,10	9 773	5 192
Summa placeringstillgångar		28 391	25 760
Fordringar och andra tillgångar			
Derivat för valutasäkring		55	242
Övriga kortfristiga fordringar	11	161	1
Förtbetalda kostnader och upplupna intäkter	12	119	63
Likvida medel	7	365	401
Summa fordringar och andra tillgångar		700	707
SUMMA TILLGÅNGAR		29 091	26 467
FONDKAPITAL OCH SKULDER			
Fondkapital			
Grundkapital		10 366	10 366
Balanserat resultat		16 050	13 184
Årets resultat		1 722	2 867
Summa fondkapital		28 138	26 417
Kortfristiga skulder			
Derivat för valutasäkring		365	25
Upplupna kostnader	14	72	21
Övriga kortfristiga skulder	15	516	4
Summa kortfristiga skulder		953	50
SUMMA FONDKAPITAL OCH SKULDER		29 091	26 467

>> NOTER

Noter

Alla siffror anges i miljoner kronor om inget annat anges.

Not 1 Redovisningsprinciper

Sjätte AP-fonden (AP6) följer det regelverk som finns i Lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Denna lag trädde i kraft 1 januari 2001. Årsredovisningen har upprättats enligt god redovisnings-sed. Till följd av den lag som styr AP6, ska samtliga placeringar värderas till verkligt värde i AP6:s redovisning. Det har inte skett några förändringar i Fondens redovisningsprinciper under 2016.

Redovisning enligt IFRS

IFRS är ett regelverk som är internationellt accepterat och AP6 utvärderar därför löpande de förändringar som sker på detta område. AP6 uppfyller kraven för att definieras som ett investeringsföretag enligt IFRS 10. För varje enskild standard avgör Fonden vad som är tillämpligt och därefter bedöms vilka uppgifter som ska presenteras för att en extern läsare ska få en rättvisande bild samtidigt som årsredovisningen ska hållas överskådlig. Bedömningen är att årets resultat överensstämmer med IFRS. I likhet med övriga AP-fonder upprättas ingen separat kassaflödesanalys i årsredovisningen vilket är det enda undantaget från IFRS.

Redovisning och värdering av onoterade värdepapper

AP6 värderar samtliga innehav löpande till verkligt värde och använder IPEV:s (International Private Equity and Venture Capital Valuation Board, www.privateequityvaluation.com) riktlinjer som ramverk vid värderingen. Principiellt innebär detta att innehaven ska redovisas till verkligt värde. Det ska noteras att det inte är ett krav att följa dessa regler men då de är internationellt accepterade samt överensstämmer med hur övriga AP-fonder värderar sina onoterade innehav så har AP6 valt att följa dessa principer. Årsredovisningen är baserad på senast tillgängliga information vilket för en del av fond- och direktinvesteringar innebär att värderingen utgörs av rapportering som avser tredje kvartalet. I samtliga fall justeras därefter för de kassaflöden som inträffat fram till årsskiftet. För direktinvesteringar, där AP6 fastställer värderingen genom egna bedömningar, värderas samtliga bolag i anslutning till årsskiftet. Tyngdpunkten läggs på de bolag som har materiella värden i relation till den totala portföljen. Värdering av onoterade innehav innehåller ett stort mått av bedömning varmed förändringar av gjorda antaganden kan påverka resultatet väsentligt. I varje enskilt fall försöker AP6 avgöra vilken kombination av värderingsmetoder som är bäst lämpad i syfte att visa investeringens verkliga värde. Följande värderingsmetoder används:

Pris enligt senaste investeringsrundan

AP6 har investeringar där det föreligger tredjeparts transaktioner. Om sådana transaktioner skett under räkenskapsåret så utgör detta en viktig del vid värderingen. Beaktas görs även de emissioner där endast befintlig ägararkrets deltar (så kallade internrundor). I de fall där internrundor indikerar en nedvärdering görs en mer detaljerad analys och om det är så att bolaget försökt få in extern part men misslyckats så kan detta indikera att intresset för bolaget är mycket litet. I dessa fall övervägs en nedvärdering av

innehavet. I samtliga fall beaktas händelser som inträffat mellan tidpunkten för transaktionen och rapporteringstillfället.

Diskonterat kassaflöde

Denna metod utgår från att värdera bolaget baserat på ett diskonterat framtida löpande kassaflöde. Avdrag görs därefter av aktuell räntebärande nettoskuld. De framtida flödena nuvärdesberäknas baserat på en riskjusterad ränta. Det avkastningskrav som används i modellen och därmed på investeringen skall motsvara genomsnittlig förväntad avkastning på marknaden för en portfölj med motsvarande risknivå och tidshorisont. I de fall som investeringen vid värderingstillfället ännu inte påvisar ett positivt kassaflöde och det inte finns en gjord alternativ värdering med ett mer rättvisande värde, görs en mer försiktig bedömning av bolagets värde. Investeringens marknadsvärde motsvarar då oftast dess anskaffningsvärde eller lägre.

Substansvärdemetoden

Denna metod lämpar sig väl för fastighets- eller finansbolag där värdena främst utgörs av nettotillgångar. Därefter beaktas även jämförbara noterade bolags värdering vad gäller premie alternativt rabatt på substansvärdet.

Multipelvärdering

Denna värderingsmetod är vanligast förekommande och baseras ofta på multiplar såsom EV/EBITDA och EV/Sales. Multipelvärdering är traditionellt sett enklare att genomföra på mognare bolag då det oftast finns fler noterade referensobjekt (peergroups) att tillgå. För enstaka mindre bolag kan det vara svårt att finna lämpliga referensobjekt för en multipelvärdering. Detta föranleder ofta en mer försiktig värdering som istället baseras på ett diskonterat kassaflöde alternativt priset enligt senaste investeringsrundan.

Som en del av AP6:s värderingsprocess stresstestas investeringarna i syftet att visa påverkan på värderingsintervallet vid olika scenarier. Visar investeringen stor volatilitet så gör AP6 en mer restriktiv bedömning av värdet.

Omvärderingar av onoterade innehav redovisas under rubriken "Nettoresultat onoterade aktier och andelar" i resultaträkningen och specificeras även i not 2. Föreligger däremot en stadigvarande och väsentlig värdeminskning (t ex konkurs) så görs en nedskrivning och då oftast med hela det investerade beloppet. Denna nedskrivning redovisas under rubriken "Nettoresultat onoterade aktier och andelar" i resultaträkningen och specificeras även i not 2.

Värderingar av innehav i fonder som investerar i onoterade företag baseras främst på erhållna värderingar per 31 december 2016 från respektive fond. För de innehav där AP6 ännu ej har erhållit värderingar som beaktat utvecklingen under det fjärde kvartalet 2016 så har senast erhållna värdering justerats för faktiska kassaflöden.

Köp och försäljning av finansiella instrument redovisas på affärsdagen.

Konvertibla lån ingår i posten "Aktier och andelar" i onoterade bolag och fonder" och redovisas till upplupet anskaffningsvärde.

Med anskaffningsvärde på fond avses alla utbetalningar som gjorts, exklusive externa förvaltningskostnader. Externa förvalt-

ningskostnader kostnadsförs och redovisas som en del av årets orealiserade värdeförändring inom not 2. Det totala beloppet anges också i löptext i not 4.

Värdoförändringar på onoterade värdepapper, såväl realiserade som orealiserade, redovisas över resultaträkningen och ingår i årets resultat. Det realiserade resultatet består av skillnaden mellan försäljningsintäkt och bokfört värde vid avvyringstidpunkten. I det realiserade resultatet ingår också nedskrivningar av bokförda värden vilket kan uppkomma vid exempelvis en konkurs.

AP6 hanterar vissa investeringar genom renodlade så kallade holdingbolag. När holdingbolagets innehav säljs så återförs anskaffningsvärdet hos AP6 när utdelning erhålls från bolaget. För att ge en rättvisande bild av verksamheten så redovisas dessa utdelningar inom det realiserade resultatet. I det fall holdingbolaget inte kan dela ut hela likviden så värderas bolaget till substansvärdet. Därefter minskar värdet successivt med de utdelningar som erhålls vilka hos AP6 redovisas som försäljningsintäkt. AP6 har endast ett fåtal holdingbolag kvar i strukturen varmed inga materiella belopp kommer att behöva redovisas såsom ovan.

Redovisning och värdering av noterade värdepapper

De tillgångar i vilka fondmedel placerats upptas i årsredovisningen till verkligt värde.

Det verkliga värdet baseras på noterade priser vid marknadens stängning på årets sista handelsdag. Transaktioner som avser avista, options-, termins- och swapavtal redovisas vid den tidpunkt då de väsentliga riskerna och rättigheterna övergår mellan parterna, det vill säga affärsdagen. Denna princip omfattar transaktioner på penning- och obligationsmarknaden samt aktiemarknaden.

Anskaffningsvärdet på aktier och övriga värdepapper inkluderar courtage och andra direkta kostnader i samband med köpet.

Vid beräkning av realisationsvinster och -förluster har genomsläppmetoden använts.

Värdering sker i första hand till senaste betalkurs under årets sista handelsdag.

Om det vid särskilda förhållanden på viss marknad bedöms att slutkursen (betalkurs) inte är representativ kan kurs vid annan tidpunkt ligga till grund för beräkning av det verkliga värdet.

Positioner i derivatinstrument värderas till verkligt värde och redovisas under samma balanspost som respektive instruments underliggande tillgångsslag.

Värdoförändringar, såväl realiserade som orealiserade, redovisas över resultaträkningen och ingår i årets resultat.

Med realisationsresultat menas skillnaden mellan försäljningsintäkt och anskaffningskostnad. Realisationsresultat avser resultat som uppkommit vid försäljning av placeringstillgångar.

Redovisning och värdering av räntebärande värdepapper

Omfattningen av placeringar i räntebärande värdepapper varierar i takt med förändringen i fondens likviditetsreserv där storleken beror på köp och försäljning av innehav. Vid köp av räntebärande värdepapper redovisas tillgången i balansräkningen under posten övriga räntebärande värdepapper. Finns det vid anskaffningstillfället en upplupen ränta så redovisas denna som en upplupen intäkt. För samtliga räntebärande värdepapper som fonden investerar i, bortsett från rena kontoplaceringar typ deposits, finns noterade kurser att tillgå. Då Fondens samtliga tillgångar skall marknadsvärderas redovisas förändringen av marknadsvärdet i resultatet för noterade tillgångar. Upplupna räntor på instrumenten redovisas i resultaträkningen på raden "Övriga finansiella intäkter och kostnader" och specificeras i not 3.

Förvaltningskostnader

AP6:s förvaltningskostnader delas upp på externa respektive interna förvaltningskostnader samt gemensamma kostnader. Externa förvaltningskostnader som avser förvaltningsavgifter för noterade och onoterade innehav, redovisas som en löpande kostnad över resultaträkningen. Inga förvaltningsavgifter eller förvärvskostnader aktiveras på investeringarna

Interna förvaltningskostnader, som främst avser kostnader för AP6:s egen personal som arbetar inom investeringsverksamheten, kostnadsförs löpande tillsammans med gemensamma kostnader som främst avser personalkostnader för vd och gemensamma specialfunktioner samt kostnader för lokaler, IT och allmänna kontorsomkostnader.

Interna och externa förvaltningskostnader särredovisas i not 4 och 5.

Prestationsbaserade ersättningar ingår ej i externa förvaltningskostnader utan reducerar realisationsresultatet för den tillgång som förvaltats. Några sådana har inte utgått under 2016.

Övriga redovisningsprinciper

Koncernredovisning har ej upprättats då aktier och andelar i dotterbolag ska värderas till verkligt värde.

AP6 är en myndighet och således ingen juridisk person och därmed inte heller ett moderföretag.

Fördringar upptas till det belopp som de beräknas inflyta till. Skulder värderas till upplupet anskaffningsvärde. Inventarieanskaffningar kostnadsförs löpande.

Realiserat respektive orealiserat resultat redovisas netto i resultaträkningen. Bruttovärden anges i not.

AP6 är befriad från inkomstskatt och verksamheten är inte momspliktig. Däremot förvärvsbeskattas Fonden avseende utländska varor och tjänster. Ingående moms får inte lyftas utan utgör en kostnad i verksamheten.

Fondkapitalet består av grundkapital och balanserade vinstmedel. Grundkapitalet består av en överföring från de tidigare 1:a-3:e Fondstyrelserna samt 366 Mkr som återstod från avvecklingsstyrelsen för Fond 92-94. På AP6 åligger inga krav på inbetalningar till eller utbetalningar från pensionssystemet.

Närstående

Definieras som de företag eller fonder som AP6 äger minst 20% av och/eller i vilka man har ett betydande inflytande. Närstående anses också de nyckelpersoner som har en ledande ställning. Ägarandelar avseende företag och fonder redovisas under not 9. Ersättning till ledande befattningshavare redovisas under not 6. Ersättningarna har utvärderats av extern konsult och slutsatsen är att ersättningarna anses som rimliga och i enlighet med regeringens riktlinjer. Samtliga transaktioner mellan företag och fonder är genomförda på marknadsmässiga grunder som ett led inom investeringsverksamheten.

Utfästelser till investeringar

Vid en investering i en private equity-fond görs en avtalsmässig utfästelse att investera ett visst kapital. Kapitalet investeras efter hand och utbetalningen görs i takt med investeringarna. Skillnaden mellan utfäst kapital och utbetalat kapital, med tillägg av eventuellt återinvesteringsbart belopp, återfinns som ett åtagande och presenteras i not 16.

>> NOTER

Not 2 Nettoresultat onoterade aktier och andelar

	2016	2015
Realiserat		
Intäkter vid avyttring	10 411	1 388
Investerat kapital	-5 485	-1 375
Återföring av tidigare bokförda värdeförändringar avseende avyttrade innehav	-4 946	121
Årets nedskrivningar	-	-39
Återföring av tidigare bokförda värdeförändringar avseende nedskrivna innehav	-	36
	-20	131
Orealiserat		
Årets värdeförändring på orealiserade innehav	1 280	1 997
Valutakursdifferens	-90	-152
	1 190	1 845
Totalt	1 170	1 976

Not 3 Övriga finansiella intäkter och kostnader

	2016	2015
Ränteintäkter	28	23
Räntekostnader	-31	-26
Valutakursdifferens	4	0
	1	-3

Not 4 Förvaltningskostnader

	2016	2015
Externa förvaltningskostnader		
Noterade innehav	13	21
Interna förvaltningskostnader		
Personalkostnader	40	37
Juridikkonsulter	0	2
Övriga externa tjänster	3	15
Resekostnader m.m.	2	2
Debiterad moms	1	2
Övriga kostnader	1	1
Totalt	60	80

Liksom föregående år har inga prestationsbaserade kostnader utgått.

Externa förvaltnings- och förvärvskostnader hänförliga till innehav i onoterade fonder och företag uppgår till 255 MSEK (166) respektive 12 MSEK (-). Vid utgången av året har samtliga förvaltningskostnader kostnadsförts och belastats resultaträkningen. Dessa redovisas inom årets värdeförändring på orealiserade innehav i not 2.

Not 5 Gemensamma kostnader

	2016	2015
Personalkostnader	28	27
Lokalkostnader	6	5
IT-kostnader	4	6
Externa tjänster	1	1
Förvaltningskostnader	1	1
Resekostnader m.m.	0	1
Debiterad moms	2	3
Övriga kostnader	3	3
Totalt	45	47

I gemensamma personalkostnader ingår kostnader för vd och affärsupportorganisationen.

I förvaltningskostnader ingår ersättningar till revisionsföretag med:

	2016	2015
Revisionsuppdrag		
PwC	0,8	0,7
Totalt	0,8	0,7

Uppdrag till revisionsföretag har i år liksom föregående år endast utgjorts av lagstadd revision.

Not 6 Personal

Regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare

Under 2009 gav regeringen ut nya riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna. Riktlinjerna omfattar bland annat borttagande av rörliga ersättningar, begränsningar i pensionsförmåner samt reglering av pensionsålder. Riktlinjerna omfattar även övriga anställda med undantaget att det är möjligt att utge rörlig ersättning till anställda förutom ledande befattningshavare, detta tillämpas dock inte av AP6 som inte har några rörliga ersättningar. Som ledande befattningshavare definieras befattningshavare som ingår i AP6:s ledningsgrupp. Styrelsens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare och övriga anställda på AP6 finns publicerad på www.apfond6.se.

Tillämpade regler för ersättningar och förmåner under 2016

Styrelsen beslutar om den totala årliga lönejusteringen samt eventuell rörlig ersättning. För 2016 har en jämförelse av ersättningar genomförts mot jämförbara institut, företag och fonder. Styrelsen bedömer, baserat på denna jämförelse, att ersättningar och förmåner till AP6:s ledande befattningshavare och övriga anställda är rimliga, måttfulla och konkurrenskraftiga. Jämförelsen finns redovisad på sidan 32 och på www.apfond6.se.

Samtliga anställda omfattas av kollektivavtal mellan Bankinstitutens Arbetsgivareorganisation (BAO) och Jusek/Civilekonomernas Riksförbund/Sveriges Ingenjörer för akademiker (SACO).

Lön och förmåner

Lön, arvoden och förmåner till styrelse, vd, övriga ledande befattningshavare samt övriga anställda framgår av tabellen på sidan 46. Ersättning till ledande befattningshavare särredovisas under egen rubrik.

Pensioner

Ledningsgruppen, inklusive vd, har rätt till pension vid 65 års ålder och årliga premiebetalningar har gjorts med ett belopp motsvarande 30 % av pensionsgrundande lön.

AP6 har inte något åtagande om framtida pension och pensionsvillkor.

Avgångsvederlag

Anställningsvillkor förhandlas individuellt. Vid uppsägning från AP6:s sida tillämpas en uppsägningstid på högst sex månader med oförändrad lön och övriga förmåner. Enligt styrelsens riktlinjer kan befattningshavaren få avgångsvederlag motsvarande högst 18 månadslöner, men AP6:s policy är avgångsvederlag motsvarande högst sex månadslöner. Undantag från denna policy kan bestå av äldre ingångna avtal. Avgångsvederlaget utbetalas månadsvis och utgörs av den fasta månadslönen utan tillägg för förmåner. Reducering sker för annan ersättning som erhålls under den tid som avgångsvederlaget utbetalas.

Incitamentsprogram

AP6 har i övrigt inte något incitamentsprogram, vare sig för ledande befattningshavare eller för övriga anställda.

Beslut om arvoden och ersättningar

Styrelsearvoden fastställs av regeringen. Ersättningen uppgår per år till 100 000 kronor för ordföranden, 75 000 kronor till vice ordföranden och 50 000 kronor till övriga ledamöter.

Utöver styrelsearvoden har ingen ersättning betalats till AP6:s styrelse.

Styrelsen fastställer årligen verkställande direktörens lön och personalens generella löneutveckling samt eventuellt incitamentsprogram. Något sådant finns dock inte hos AP6.

Ersättning till styrelse

Under 2016 utbetalad ersättning till styrelseledamöter särredovisas enligt följande; Ebba Lindsö 100 000 kronor, Per Strömberg 75 000 kronor, Henrik Dagle 50 000 kronor, Katarina Bonde 37 500 kronor (avslutat uppdrag 30 september), Urban Lindskog 50 000 kronor och Catrina Ingelstam 12 500 kronor (ny ledamot från 1 oktober).

Ersättning till ledande befattningshavare

Löner och ersättningar, pensionskostnad samt övriga förmåner ska enligt regeringens riktlinjer särredovisas också för andra ledande befattningshavare än vd.

>> NOTER

Som ledande befattningshavare särredovisas vd och övriga ledningsgruppen vid utgången av 2016; Karl Swartling, Margareta Alestig Johnson, Jonas Lidholm, Karl Falk, Mats Lindahl, Ulf Lindqvist och Henrik Dahl.

Totalt utbetalda löner och ersättningar särredovisas i nämnda ordning enligt följande: 3,1 MSEK, 2,1 MSEK, 1,7 MSEK, 1,7 MSEK, 1,9 MSEK, 1,6 MSEK och 1,5 MSEK.

Pensioner exklusive löneskatt särredovisas enligt följande: 0,9 MSEK, 0,6 MSEK, 0,5 MSEK, 0,5 MSEK, 0,5 MSEK, 0,5 MSEK och 0,5 MSEK.

Utöver lön, andra ersättningar och pension har förmåner erhållits enligt följande: 1 TSEK, 17 TSEK, 17 TSEK, 12 TSEK, 25 TSEK, 1 TSEK och 25 TSEK.

		2016	2015
Medelantal anställda	Män	17	17
	Kvinnor	14	15
		31	32
Antal anställda per 2016-12-31	Män	17	16
	Kvinnor	15	15
		32	31
Styrelsen	Män	3	3
	Kvinnor	2	2
		5	5
Ledningsgrupp	Män	6	6
	Kvinnor	1	1
		7	7

	2016	2015
Lön och arvoden		
Styrelseordförande	0,1	0,1
Styrelsen exkl. ordförande	0,2	0,2
Verkställande direktör	3,1	3,0
Ledningsgruppen exkl. verkställande direktör	10,5	10,4
Övriga anställda	25,1	23,1
Totalt	39,0	36,8
	2016	2015
Övriga förmåner		
Verkställande direktör	0,0	0,0
Ledningsgruppen exkl. verkställande direktör	0,1	0,1
Övriga anställda	0,4	0,4
Totalt	0,5	0,5
	2016	2015
Pensionskostnader		
Styrelseordförande	-	-
Styrelsen exkl. ordförande	-	-
Verkställande direktör	0,9	0,9
Ledningsgruppen exkl. verkställande direktör	3,1	3,0
Övriga anställda	7,9	7,5
	11,9	11,4
Sociala kostnader inkl löneskatt exklusive pensionskostnader	15,5	14,4
Personalkostnader - Totalt	66,9	63,1

Not 7 Finansiella tillgångar och skulder per kategori

2016	Värderade till verkligt värde via resultaträkningen	Derivat till verkligt värde via resultaträkningen	Låne- och övriga fordringar/skulder	Summa redovisat värde	Verkligt värde
Finansiella tillgångar till verkligt värde	18 618	55	235	18 908	18 908
Övriga omsättningstillgångar	–	–	280	280	280
Kortfristiga placeringar	9 538	–	–	9 538	9 538
Kassa och bank	365	–	–	365	365
Summa finansiella tillgångar	28 521	55	515	29 091	29 091
Leverantörsskulder	–	–	3	3	3
Övriga skulder	–	365	586	951	951
Summa finansiella skulder	–	365	589	954	954

2015	Värderade till verkligt värde via resultaträkningen	Derivat till verkligt värde via resultaträkningen	Låne- och övriga fordringar/skulder	Summa redovisat värde	Verkligt värde
Finansiella tillgångar till verkligt värde	20 568	242	104	20 914	20 914
Övriga omsättningstillgångar	–	–	64	64	64
Kortfristiga placeringar	5 088	–	–	5 088	5 088
Kassa och bank	401	–	–	401	401
Summa finansiella tillgångar	26 057	242	168	26 467	26 467
Leverantörsskulder	–	–	2	2	2
Övriga skulder	–	25	23	48	48
Summa finansiella skulder	–	25	25	50	50

Not 8 Aktier och andelar i noterade bolag och fonder

Innehav	Antal andelar	Kapitalandel, %	Röstandel, %	Marknadsvärde, MSEK
Aktier				
Castellum	13 600 583	5,0	5,0	1 699
Tobii	4 000 630	4,5	4,5	273
Fonder				
Lannebo Micro Cap	479 473			1 747
Totalt				3 719

Erlagt courtage uppgår under 2016 till cirka 0,7 MSEK (0).

>> NOTER

Not 9 Aktier och andelar i onoterade bolag och fonder

I de fall där AP6 äger mer än 50 % av rösterna eller på annat sätt har ett bestämmande inflytande i ett bolag anges också samtliga investeringar gjorda på den nivån samt deras röstandel och kapitalandel. Organisationsnummer respektive säte anges ej för utländska innehav.

Bolag	Investering	Organisationsnummer	Styrelsens säte	Antal andelar	Röstandel %	Kapitalandel %
Amplico Kapital AB*		556703-3161	Göteborg	5 000 000	100,0	100,0
AP Partnerinvest Sec AB*		556754-2583	Göteborg	100 000	100,0	100,0
AP Partnerinvest Sport AB*		556736-6934	Göteborg	90 001	90,0	90,0
AP Riskkapital AB*		556711-0407	Göteborg	1 000	100,0	100,0
Aumar AB		556631-5932	Göteborg	11 190	69,5	69,5
Gar Förvaltnings AB*		556312-2968	Göteborg	10 000	100,0	100,0
Industrial Equity (I.E.) AB		556599-9702	Göteborg	1 000	100,0	100,0
	<i>Accumulate AB</i>				24,8	24,8
	<i>Applied Nano Surfaces Sweden AB</i>				18,8	18,8
	<i>Bokadirekt i Stockholm AB</i>				28,2	28,2
	<i>CombiQ AB</i>				19,9	19,9
	<i>Flexion Mobile Ltd</i>				11,6	11,6
	<i>FPV Holding AB (Apotea)</i>				99,2	99,2
	<i>myFC Holding AB</i>				2,5	2,5
	<i>Noda Intelligent Systems AB</i>				44,0	44,0
	<i>The Local Europe AB</i>				23,3	23,3
	<i>Yanzi Networks AB</i>				18,2	18,2
Iqube Holding AB		556676-0764	Stockholm	226 889	13,2	13,2
Johanneberg Campusbo AB		556658-6730	Göteborg	800	80,0	80,0
Johanneberg Campusbo KB		969704-9451	Göteborg		n/a	79,2
Krigskassa Blekinge AB		556709-7992	Ronneby	30 000	50,0	50,0
NCS Invest AB (Aibel)		556914-7530	Stockholm	360 000	36,0	36,0
Neqst 3 AB		556920-9504	Stockholm	38 075	26,8	26,8
Neqst Partner 3 AB		556920-9470	Stockholm	23 101	18,1	18,1
NetSys Technology Group Holding AB*		556550-2191	Mölnådal	100 000	100,0	100,0
Nordia Innovation AB		556228-6855	Stockholm	6 357 197	3,5	3,5
NsGene A/S				403 585	n/a	n/a
Primelog Holding AB		556680-6914	Stockholm	331 552	53,4	53,4
	<i>ARRIGO Logistics Consultants AB*</i>				100,0	100,0
	<i>Financial Industrial (FIND) Consulting AB*</i>				100,0	100,0
	<i>Pagero AB</i>				7,5	7,5
	<i>Primelog Services AB*</i>				100,0	100,0
Primelog Intressenter AB		556727-5135	Stockholm	224	11,5	11,5
Salcomp Holding AB		556868-7999	Stockholm	225 000	45,0	45,0
SLS Invest AB		556730-2038	Stockholm	500	100,0	100,0
	<i>Gyros Protein Technologies Holding AB</i>				54,5	54,5
	<i>Light Sciences Oncology, Inc.</i>				21,7	21,7
	<i>Medical Vision AB</i>				86,5	86,5
	<i>OpGen Inc.</i>				1,4	1,4
Vega Ronneby AB		556762-7798	Ronneby	2 017 365	25,0	25,0
Yanzi Networks AB		556580-9554	Stockholm	1 752	35,5	35,5

NOTER <<

Co-investeringar	Investering	Röstandel	Kapitalandel
		%	%
Adagio Co-Invest L.P.	Allegro	n/a	6,1
Atos Medical Co-Invest SCSp	Atos Medical	n/a	10,2
Cinven Allegro Limited Partnership	Allegro	n/a	5,5
EQT Auris Co-Investment L.P.	Sivantos	n/a	3,8
EQT Auris II Co-Investment L.P.	Sivantos	n/a	4,2
EQT Dynamite2 Co-Investment L.P.	Sitecore	n/a	6,1
EQT Kfzteile24 Co-Investment L.P.	Kfzteile24	n/a	33,3
EQT Kiwi Co-Investment L.P.	Kuoni Travel	n/a	10,4
EQT Yellow Maple Co-Invest L.P.	Bureau Van Dijk	n/a	11,2
Farfalle L.P.	Fläkt Wood Group	n/a	100,0
FSN Capital IV Netcompany Co-Investment LP	Netcompany	n/a	58,3
FSN Capital Project Growth Co-Investment LP	Bygghemma	n/a	34,3
HgCapital Gabriel Co-Invest L.P.	Visma	n/a	12,1
NC Alexander Co-Invest, L.P.	Lindorff	n/a	13,1
NC Alexander 2 Co-Invest, L.P.	Lindorff	n/a	30,0
NC Mighty Co-Invest Beta, L.P.	eResearch Technology	n/a	18,6
Nordic Capital VIII UF Co-Invest Beta, L.P.	Unifeeder	n/a	23,3

Totalt anskaffningsvärde på aktier och andelar i bolag uppgår till 6 453 MSEK (8 457).

I de fall namnet på den legala enheten genom vilken fondinvesteringen gjorts inte speglar den faktiska investeringen så anges namnet inom parentes.

Fonder	Organisationsnummer	Styrelsens säte	Kapitalandel	Anskaffnings-
			%	värde
Accent Equity 2003 KB	969694-7739	Stockholm	65,6	125
Accent Equity 2012 L.P.			10,0	163
AE Intressenter KB (Accent Equity 2008, L.P.)	969724-7873	Järfälla	100,0	221
AEP 2003 KB	969694-5196	Stockholm	15,8	0
Atomico IV (Guernsey) L.P.			61,5	44
Auvimo AB	556587-9565	Göteborg	100,0	0
Auvimo KB	969621-7729	Göteborg	100,0	21
Axcel IV K/S 2			9,7	120
Bridgepoint Europe V L.P.			2,5	254
CapMan Buyout VIII Fund B KB	969705-5342	Stockholm	100,0	199
CapMan Buyout IX Fund A L.P.			8,5	140
CapMan Equity Sweden KB	969683-1321	Stockholm	96,5	63
CapMan Technology Fund 2007 B KB	969720-4288	Stockholm	100,0	63
Carlyle Europe Partners IV L.P.			2,7	419
Chalmers Innovation Seed Fund AB	556759-5003	Stockholm	23,7	27
Creandum Advisor AB	556644-0300	Stockholm	34,0	1
Creandum I Annex Fund AB	556759-5623	Stockholm	49,2	4
Creandum II KB	969708-0274	Stockholm	98,5	114
Creandum III L.P.			18,6	141
Creandum IV L.P.			13,9	22
Creandum KB	969690-4771	Stockholm	49,3	3
Crown Global Secondaries IV PLC			n/a	14

>> NOTER

Fonder (forts)	Organisationsnummer	Styrelsens säte	Kapitalandel	Anskaffnings-
			%	värde
Cubera VI L.P.			9,0	1
Cubera VII L.P.			15,0	96
EQT IV (No. 1) L.P.			2,4	0
EQT V (No. 1) L.P.			3,5	292
EQT VI (No. 1) L.P.			1,6	450
EQT VII (No. 1) L.P.			2,3	310
EQT Expansion Capital II (No. 1) L.P.			4,2	81
EQT Mid Market (No. 1) Feeder L.P.			8,1	410
EQT Opportunity (No. 1) L.P.			18,8	42
Eurazeo Capital II SCSp			2,9	22
Femfond KB (Nordic Capital V, L.P.)	969687-5062	Stockholm	100,0	48
FSN Capital IV L.P.			7,1	221
FSN Capital V LP			4,4	28
Fyrskikten KB (Nordic Capital VI, L.P.)	969712-1029	Stockholm	100,0	124
HealthCap Annex Fund I-II KB	969690-2049	Stockholm	38,9	159
HealthCap III Sidefund KB	969699-4830	Stockholm	22,7	0
HitecVision IV L.P.			1,4	14
HitecVision V L.P.			0,8	29
InnKap 2 Partners KB**	969661-4735	Göteborg	5,9	0
Intera Fund I KY			12,0	61
Intera Fund II KY			10,0	96
Intera Fund III KY			10,0	34
IT Provider Fund IV KB	969687-5468	Stockholm	59,1	2
Nordic Capital V L.P.			3,3	37
Nordic Capital VI Alpha L.P.			5,7	199
Nordic Capital VII Alpha L.P.			2,6	480
Nordic Capital VII Beta, L.P.			2,8	385
Nordic Capital VIII Beta, L.P.			4,4	393
Northern Europe Private Equity KB (EQT III UK (No. 7) L.P.)	969670-3405	Stockholm	69,1	0
Northzone VII, L.P.			8,0	118
Northzone VIII, L.P.			7,9	38
Norvestor V, L.P.			8,5	33
Norvestor VII, L.P.			7,4	75
Permira VI L.P.			1,4	44
Scope Growth II L.P.			24,1	140
Scope Growth III L.P.			16,7	70
Silverfleet Capital Partners II L.P.			6,6	61
Sustainable Technologies Fund I KB**	969734-9620	Stockholm	100,0	59
Swedestart Tech KB**	969674-7725	Stockholm	20,6	1
Triton Fund IV L.P.			1,3	110
Valedo Partners Fund I AB	556709-5434	Stockholm	25,0	39
Totalt fonder				6 960
Totalt anskaffningsvärde				13 413
TOTALT MARKNADSVÄRDE				14 899

* Bolaget är vilande.

** Bolaget är under likvidation.

Not 10 Övriga räntebärande värdepapper

	2016	2015
Dagslån	–	300
Korta räntebärande värdepapper	9 538	4 788
Lån till onoterade bolag	235	104
Totalt	9 773	5 192

Not 11 Övriga kortfristiga fordringar

	2016	2015
Affärer som ej gått i likvid	156	–
Övrigt	5	1
Totalt	161	1

Not 12 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

	2016	2015
Upplupna ränteintäkter	73	47
Förutbetalda management fee	30	10
Övriga förutbetalda kostnader och intäkter	16	6
Totalt	119	63

Not 13 Skulder till kreditinstitut

	2016	2015
Beviljad kreditlimit	1 500	2 000
Outnyttjad del	–1 500	–2 000
Utnyttjat kreditbelopp	0	0

Utnyttjat kreditbelopp ses som en kortfristig och tillfällig finansiering med en uppskattad förfallotidpunkt inom ett år.

Beviljad kreditlimit inom koncernkontostrukturen uppgår till 1,5 miljarder kronor.

Not 14 Upplupna kostnader

	2016	2015
Upplupen räntekostnad	5	–
Upplupen management fee	58	15
Övrigt	9	6
Totalt	72	21

Not 15 Övriga kortfristiga skulder

	2016	2015
Affärer som ej gått i likvid	511	–
Leverantörsskulder	3	2
Övrigt	2	2
Totalt	516	4

Not 16 Ansvarförbindelser och utfästelser

	2016	2015
Ansvarförbindelser	199	773
Åtagande - utfäst, ännu ej utbetalat kapital	11 065	6 817
Totalt	11 264	7 590

Göteborg den 22 februari 2017

Ebba Lindsö
Styrelseordförande

Per Strömberg
Vice styrelseordförande

Henrik Dagel
Ledamot

Urban Lindskog
Ledamot

Catrina Ingelstam
Ledamot

Karl Swartling
Verkställande direktör

Revisionsberättelse

För Sjötte AP-fonden, org. nr 855104-0721

RAPPORT OM ÅRSREDOVISNINGEN

Uttalanden

Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Sjötte AP-fonden för år 2016. Fondens årsredovisning ingår på sidorna 33–51 i detta dokument.

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:193) om Sjötte AP-fonden och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Sjötte AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2016 och av dess finansiella resultat för året enligt Lagen om Sjötte AP-fonden.

Förvaltningsberättelsen är förenlig med årsredovisningens övriga delar.

Vi tillstyrker därför att resultaträkningen och balansräkningen fastställs.

Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing (ISA) och god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt dessa standarder beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Sjötte AP-fonden enligt god revisionssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

VÅR REVISIONSANSATS

Revisionens inriktning och omfattning

Vi utformade vår revision genom att fastställa väsentlighetsnivå och bedöma risken för väsentliga felaktigheter i de finansiella rapporterna. Vi beaktade särskilt de områden där den verkställande direktören och styrelsen gjort subjektiva bedömningar, till exempel viktiga redovisningsmässiga uppskattningar som har gjorts med utgångspunkt från antaganden och prognoser om framtida händelser, vilka till sin natur är osäkra. Liksom vid alla revisioner har vi också beaktat risken för att styrelsen och den verkställande direktören åsidosätter den interna kontrollen, och bland annat övervägt om det finns belägg för systematiska avvikelser som givit upphov till risk för väsentliga felaktigheter till följd av oegentligheter.

Vi anpassade vår revision för utföra en ändamålsenlig granskning i syfte att kunna uttala oss om de finansiella rapporterna som helhet, med hänsyn tagen till fondens struktur, redovisningsprocesser och kontroller samt den bransch i vilken fonden verkar.

Sjötte AP-fonden investerar direkt och indirekt i onoterade innehav för att erhålla avkastning i första hand genom värdeökning. I vår revision har vi fokuserat på de onoterade innehaven och på de frågeställningar som finns för att säkerställa en korrekt redovisning av innehaven både i samband med förvärv och avyttringar samt under innehavstiden.

ANNAN INFORMATION ÄN ÅRSREDOVISNINGEN

Detta dokument innehåller även annan information än årsredovisningen och återfinns på sidorna 1–32. Det är styrelsen och den verkställande direktören som har ansvaret för denna andra information. Vårt uttalande avseende årsredovisningen omfattar inte denna information och vi gör inget uttalande med bestyrkande avseende denna andra information.

I samband med vår revision av årsredovisningen är vårt ansvar att läsa den information som identifieras ovan och överväga om informationen i väsentlig utsträckning är oförenlig med årsredovisningen. Vid denna genomgång beaktar vi även den kunskap vi i övrigt inhämtat under revisionen samt bedömer om informationen i övrigt verkar innehålla väsentliga felaktigheter. Om vi, baserat på det arbete som har utförts avseende denna information, drar slutsatsen att den andra informationen innehåller en väsentlig felaktighet, är vi skyldiga att rapportera detta. Vi har inget att rapportera i det avseendet.

STYRELSENS OCH DEN VERKSTÄLLANDE DIREKTÖRENS ANSVAR

Det är styrelsen och den verkställande direktören som har ansvaret för att årsredovisningen upprättas och att den ger en rättvisande bild enligt Lagen om Sjötte AP-fonden. Styrelsen och verkställande direktören ansvarar även för den interna kontroll som de bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

Vid upprättandet av årsredovisningen ansvarar styrelsen och verkställande direktören för bedömningen av fondens förmåga att fortsätta verksamheten. De upplyser, när så är tillämpligt, om förhållanden som kan påverka förmågan att fortsätta verksamheten och att använda antagandet om fortsatt drift. Antagandet om fortsatt drift tillämpas dock inte om styrelsen och verkställande direktören avser att likvidera fonden, upphöra med verksamheten eller inte har något realistiskt alternativ till att göra något av detta.

Revisorns ansvar

Våra mål är att uppnå en rimlig grad av säkerhet om huruvida årsredovisningen som helhet inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel, och att lämna en revisionsberättelse som innehåller våra uttalanden. Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men är ingen garanti för att en revision som utförs enligt ISA och god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka en väsentlig felaktighet om en sådan finns. Felaktigheter kan uppstå på grund av oegentligheter eller fel och anses vara väsentliga om de enskilt eller tillsammans rimligen kan förväntas påverka de ekonomiska beslut som användare fattar med grund i årsredovisningen.

Som del av en revision enligt ISA använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Dessutom:

– identifierar och bedömer vi riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel, utformar och utför granskningsåtgärder bland annat utifrån dessa risker och inhämtar revisionsbevis som är tillräckliga och ändamålsenliga för att utgöra en grund för våra uttalanden. Risken för att inte upptäcka en väsentlig felaktighet till följd av oegentligheter är högre än för en väsentlig felaktighet som beror på fel, eftersom oegentligheter kan innefatta agerande i maskopi, förfalskning, avsiktliga utelämnanden, felaktig information eller åsidosättande av intern kontroll.

– skaffar vi oss en förståelse av den del av bolagets interna kontroll som har betydelse för vår revision för att utforma granskningsåtgärder som är lämpliga med hänsyn till omständigheterna, men inte för att uttala oss om effektiviteten i den interna kontrollen.

– utvärderar vi lämpligheten i de redovisningsprinciper som används och rimligheten i styrelsens och den verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen och tillhörande upplysningar.

– drar vi en slutsats om lämpligheten i att styrelsen och den verkställande direktören använder antagandet om fortsatt drift vid upprättandet av årsredovisningen. Vi drar också en slutsats, med grund i de inhämtade revisionsbevisen, om huruvida det finns någon väsentlig osäkerhetsfaktor som avser sådana händelser eller förhållanden som kan leda till betydande tvivel om bolagets förmåga att fortsätta verksamheten. Om vi drar slutsatsen att det finns en väsentlig osäkerhetsfaktor, måste vi i revisionsberättelsen fästa uppmärksamheten på upplysningarna i årsredovisningen om den väsentliga osäkerhetsfaktorn eller, om sådana upplysningar är otillräckliga, modifiera uttalandet om årsredovisningen. Våra slutsatser baseras på de revisionsbevis som inhämtas fram till datumet för revisionsberättelsen. Dock kan framtida händelser eller förhållanden göra att ett bolag inte längre kan fortsätta verksamheten.

– utvärderar vi den övergripande presentationen, strukturen och innehållet i årsredovisningen, däribland upplysningarna, och om årsredovisningen återger de underliggande transaktionerna och händelserna på ett sätt som ger en rättvisande bild.

Vi måste informera styrelsen om bland annat revisionens planerade omfattning och inriktning samt tidpunkten för den. Vi måste också informera om betydelsefulla iakttagelser under revisionen, däribland de betydande brister i den interna kontrollen som vi identifierat.

RAPPORT OM ANDRA KRAV ENLIGT LAGAR OCH ANDRA FÖRFATTNINGAR

Uttalanden

Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Sjätte AP-fonden förvaltar. Vi har även granskat om det finns någon anmärkning i övrigt mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning av Sjätte AP-fonden för 2016.

Revisionen har inte givit anledning till anmärkning beträffande inventeringen av tillgångarna eller i övrigt avseende förvaltningen.

Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt denna beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Sjätte AP-fonden enligt god revisorssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för räkenskaphandlingarna samt för förvaltningen av fondens tillgångar enligt Lagen om Sjätte AP-fonden.

Styrelsen ansvarar för Sjätte AP-fonden organisation och förvaltningen av Sjätte AP-fonden angelägenheter. Detta innefattar bland annat att fortlöpande bedöma Sjätte AP-fonden ekonomiska situation och att tillse att Sjätte AP-fonden organisation är utformad så att bokföringen, medelsförvaltningen och Sjätte AP-fonden ekonomiska angelägenheter i övrigt kontrolleras på ett betryggande sätt. Den verkställande direktören ska sköta den löpande förvaltningen enligt styrelsens riktlinjer och anvisningar och bland annat vidta de åtgärder som är nödvändiga för att Sjätte AP-fonden bokföring ska fullgöras i överensstämmelse med lag och för att medelsförvaltningen ska skötas på ett betryggande sätt.

Revisorns ansvar

Vårt mål beträffande revisionen av förvaltningen, och därmed vårt uttalande om förvaltningen är att inhämta revisionsbevis för att med en rimlig grad av säkerhet kunna bedöma om det finns någon anmärkning mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning för Sjätte AP-fonden för räkenskapsåret 2016.

Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men ingen garanti för att en revision som utförs enligt god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka åtgärder eller försummelser som kan föranleda ersättningskyldighet mot bolaget, eller att ett förslag till disposition av bolagets vinst eller förlust inte är förenligt med aktiebolagslagen.

Som en del av en revision enligt god revisionssed i Sverige använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Granskningen av grundar sig främst på revisionen av räkenskaperna. Vilka tillkommande granskningsåtgärder som utförs baseras på vår professionella bedömning med utgångspunkt i risk och väsentlighet. Det innebär att vi fokuserar granskningen på sådana åtgärder, områden och förhållanden som är väsentliga för verksamheten och där avsteg och överträdelser skulle ha särskild betydelse för bolagets situation. Vi går igenom och prövar fattade beslut, beslutsunderlag, vidtagna åtgärder och andra förhållanden som är relevanta för vårt uttalande om ansvarsfrihet.

Stockholm den 24 februari 2017

Magnus Svensson Henrysson
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Susanne Sundvall
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Årsredovisning 2016

Sjunde AP-fonden

Organisationsnummer 802406-2302

Förvaltningsberättelse

Sjunde AP-fondens uppdrag

I det svenska allmänna pensionsystemet ingår att en del av pensionsavgiften avsätts till premiepension och förvaltas i värdepappersfonder efter individuella val av pensionspararna. Premiepensionsystemet administreras av den statliga Pensionsmyndigheten. Sjunde AP-fonden, som också är en statlig myndighet, fungerar inom detta system på samma sätt som ett fondbolag med förvaltning av värdepappersfonder. Sjunde AP-fondens verksamhet med kapitalförvaltning startade hösten 2000 i samband med att det första fonddalet inom premiepensionssystemet ägde rum.

För de personer som avstår från att välja någon annan fond i premiepensionssystemet ska medlen av Pensionsmyndigheten placeras i förvaltsalternativet AP7 Säfa (statens årskullsförvaltningsalternativ).

Denna förvaltningsberättelse behandlar verksamheten i "fondbolaget" Sjunde AP-fonden, inklusive de produkter Sjunde AP-fonden tillhandahåller via de två byggstiftelserna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond.

Det statliga erbjudandet - produkterna Byggstiftelserna

AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond är de byggstiftelser som övriga fyra AP7-produkter skapas med. Fonderna tillförs årligen kapital, främst genom att Pensionsmyndigheten fördelar nya årgångar av premiepensionsmedel i fonder. För detaljerad information om utvecklingen för dessa fonder hänvisas till särskilda årsberättelser för fonderna.

Direktval av byggstiftelserna

AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond är fullt ut valbara hos Pensionsmyndigheten och kan också, till skillnad från AP7 Säfa och de statliga fondportföljerna, kombineras med andra fonder i premiepensionssystemet.

AP7 Säfa

AP7 Säfa är ingen fond utan en instruktion till Pensionsmyndigheten hur placeringar för respektive sparare ska göras i byggstiftelserna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. AP7 Säfa består av AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond i olika proportioner som förändras över tiden enligt en livscykelprofil som grundas på spararens ålder. Fram till och med 55 års ålder består AP7 Säfa av 100 % AP7 Aktiefond. Mellan 56 års ålder och 75 års ålder trappas årligen andelen AP7 Aktiefond ned och ersätts med AP7 Räntefond, så att fördelningen är

och med 75 års ålder är 33 % AP7 Aktiefond och 67 % AP7 Räntefond. Den fördelningen ligger sedan fast vid högre åldrar. AP7 Säfa kan väljas när som helst hos Pensionsmyndigheten, men den kan inte kombineras med några andra fonder i premiepensionssystemet.

Tre statliga fondportföljer

Genom olika kombinationer av AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond skapas också tre fondportföljer med olika risknivåer. De tre statliga fondportföljerna är AP7 Forsiktig, AP7 Balanserad och AP7 Offensiv.

■ AP7 Forsiktig består av 33 % AP7 Aktiefond och 67 % AP7 Räntefond

■ AP7 Balanserad består av 50 % AP7 Aktiefond och 50 % AP7 Räntefond

■ AP7 Offensiv består av 75 % AP7 Aktiefond och 25 % AP7 Räntefond

De statliga fondportföljerna är, var och en för sig, fullt ut valbara hos Pensionsmyndigheten, men de kan inte kombineras med några andra fonder i premiepensionssystemet.

Förvalt kapital och avkastning Förvalt kapital 2016

Under 2016 placerade Pensionsmyndigheten premiepensionsmedel för 2015 års pensionsrätter. Inflödet av kapital genom köp av andelar i fonderna uppgick till 23,0 miljarder kronor (18,1 miljarder kronor 2015). Utflödet av kapital genom inlösen av andelar, främst på grund av att premiepensionssparare bytte till andra fonder, uppgick till sammanlagt 6,2 miljarder kronor (4,2 miljarder kronor) under året.

Vid utgången av 2016 förvaltade Sjunde AP-fonden sammanlagt 343,0 miljarder kronor (283,1 miljarder kronor 2015), varav 314,9 miljarder kronor i AP7 Aktiefond, och 28,1 miljarder kronor i AP7 Räntefond. Ökningen av det totala förvaldade kapitalet beror främst på inflödet till fonderna under året och en positiv börsutveckling på de globala aktiemarknaderna under 2016.

Avkastning 2016

Under 2016 har uppgången på de globala aktiemarknaderna fortsatt, vilket har lett till positiv avkastning i de av Sjunde AP-fondens produkter som har aktieinslag.

AP7 Säfa har en livscykelprofil. Det innebär att fördelningen mellan aktie- och ränteplaceringar är olika för olika årskullar. Därför blir också avkastningen olika för sparare i olika åldrar. Den genomsnittliga Säfa-spararen har under 2016 haft en avkastning på 15,5 %.

Under samma period har de privata premiepensionsfonderna i genomsnitt gett en avkastning på 8,8 %.

Risken (mätt som standardavvikelse under den senaste 24-månadersperioden) har för AP7 Säfa varit 15,9 %, jämfört med 10,9 % för genomsnittet för de privata premiepensionsfonderna¹. AP7 Säfas högre risk förklaras till stor del av att andelen sparare över 55 år fortfarande är liten och att andelen AP7 Räntefond därmed också är liten. Framöver kan andelen AP7 Räntefond förväntas öka i takt med att spararna i premiepensionssystemet blir äldre.

Sedan starten 2000 har förvaltsalternativet² gett en ackumulerad avkastning på 149,7 %, jämfört med 63,4 % för genomsnittet av de privata premiepensionsfonderna. Detta innebär att förvaltsalternativet har gett en genomsnittlig årlig avkastning på 5,8 %, jämfört med 3,1 % för de privata premiepensionsfonderna. Sedan AP7 Säfas start i maj 2010 har den ackumulerade avkastningen varit 149,2 %, jämfört med 69,6 % för de privata premiepensionsfonderna.

En typisk premiepensionssparare som sedan 2000 haft sitt kapital investerat hos Sjunde AP-fonden har fått en kapitalviktad avkastning på 9,4 % per år jämfört med motsvarande siffror för inkomstindex/balansindex, som uppgår till 3,0 % per år. Kapitalviktad avkastning anger genomsnittlig årlig utveckling för en genomsnittlig persons konto och kan jämföras med räntan på ett bankkonto. En sparare som investerar i aktiemarknaden förväntas ha en avkastning som överstiger en ränteplacering.

Statens fondportföljer har under 2016 gett följande avkastning:

■ AP7 Forsiktig	6,1 % (51,4 % sedan starten i maj 2010)
■ AP7 Balanserad	8,8 % (74,7 % sedan starten i maj 2010)
■ AP7 Offensiv	12,7 % (114,8 % sedan starten i maj 2010)

Byggstiftelserna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond har under 2016 gett följande avkastning:

■ AP7 Aktiefond	16,5 %
■ AP7 Räntefond	0,6 %

Deras jämförelseindex har gett en avkastning på 16,5 % respektive 0,7 %. Ytterligare information om AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond ges i årsberättelserna för respektive fond.

¹ Morningsstar beräknar på AP7:s uppdrag ett index som återspeglar utvecklingen för fonder valbara på Pensionsmyndighetens fondtorg, exklusive AP7:s produkter. Indexet är kapitalviktat och inkluderar inte rabatter som fonderna lämnar i premiepensionssystemet.

² Premiesparfonden t o m maj 2010 och därefter AP7 Säfa.

Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2016

Verksamheten

Resultat

Under 2016 uppgick Sjunde AP-fondens intäkter av rörelsen till 305,2 miljoner kronor (320,8 miljoner kronor 2015). De minskade intäkterna beror på att den förvaltningsavgift som Sjunde AP-fonden tar ut ur de förvaltade fonderna är lägre än föregående år. Kostnaderna, inklusive räntenetto, uppgick till 167,0 miljoner kronor (180,3 miljoner kronor). Resultatet blev således 138,2 miljoner kronor (140,5 miljoner kronor). Det balanserade resultatet vid årets slut var 355,3 miljoner kronor (217,1 miljoner kronor).

Sjunde AP-fondens intäkter är helt beroende av det förvaltade kapitalets storlek, medan kostnaderna är det till ungefär hälften. De kapitalberoende kostnaderna utgörs av avgifter till externa kapitalförvaltare och till depåbanken.

Eftersom Sjunde AP-fondens intäkter beror på det förvaltade kapitalets storlek ska eventuella överskott i kapitalförvaltningsverksamheten tillfalla premiepensionspararna genom gradvis sänkning av förvaltningsavgifterna i de fonder som förvaltas av Sjunde AP-fonden. Förvaltningsavgifterna utgör Sjunde AP-fondens enda intäktskälla, och hur stora dessa intäkter blir beror helt på det förvaltade kapitalets storlek. Vid en kraftig och ihållande nedgång på aktiemarknaderna kan därför en situation uppstå då intäkterna minskar så mycket att verksamheten inte kan bedrivas vidare utan att förvaltningsavgifterna höjs eller kostnaderna drastiskt sänks. För att minska denna risk har Sjunde AP-fondens styrelse beslutat att en buffert, motsvarande två gånger genomsnittet av de kommande fem årens prognostiserade fasta kostnader, ska byggas upp.

Fokusområden 2016

Kapitalförvaltning

Under 2016 slutfördes en genomgripande översyn av Sjunde AP-fondens förvaltsalternativ

och förvaltningsmodell, vilket resulterade i att styrelsen under året beslutade om en vidareutveckling av förvaltsalternativet genom en ny strategisk portfölj för AP7 Aktiefond. I och med den beslutade förändringen kommer riskspridningen i förvaltsalternativet på sikt att ökas, samtidigt som den totala risknivån sänks för en 65-årig pensions sparare genom att exponeringen mot aktiemarknaden minskar. Genom den minskade risken förväntas också spridningen i utfall mellan olika pensionsparare minska. Genom att minska användningen av hävstång i förvaltningen (se vidare i årsberättelsen för AP7 Aktiefond) skapas utrymme för omfördelning av marknadsrisk genom - exponering mot fler aktie- och tillgångsslag, - exponering mot så kallade faktorrisker³ och - dynamiskt risktagande⁵.

Förändringen av den strategiska portföljen kommer att ske i flera etapper under en treårsperiod.

Initiativ tog också för att öka andelen hållbarhetsinvesteringar genom investering i en grön obligation i AP7 Räntefond, samt genom påbörjad upphandling av ett grönt aktivt mandat (se nedan).

Inom kapitalförvaltningen har också upphandling av indexförvaltare avslutats. Upphandling av förvaltare inom private equity pågår och slutförs under 2017.

Ågarstyrning och hållbarhet

Under året har betydande steg tagits för att vidareutveckla AP7:s arbete med hållbarhetsfrågor. Grunden för utvecklingsarbetet har varit FN:s klimatmöte COP21 i Paris i november 2015, vilket resulterade i ett globalt klimatavtal. Parisavtalet, vilket trädde i kraft i november 2016, har hittills tillträtt av 122 stater, däribland Sverige. Som universell ägare har Sjunde AP-fonden beslutat att vara med och driva integreringen av Parisavtalet i det normverk

som utgör grunden för AP7:s ågarstyrning. Bolagen som agerar i strid med Parisavtalet på olika sätt kan delas upp i två huvudgrupper:

Den ena gruppen består av klimatavtalsmotståndare. Det är företaget som öppet opponerar sig mot, illegalt kringgår eller på annat sätt obstruerar nationell lagstiftning som ska implementera de mål som satts i Parisavtalet.

Den andra gruppen är klimatmålsförnekare. Dessa företag fortsätter att utvinna fossila bränslen under omständigheter som medför oförsvärligt höga miljörisker eller utvecklar storskaliga koldioxidintensiva projekt i strid med de mål som satts i Parisavtalet. AP7:s åtgärder för att påverka bolagen kan bestå av röstning, påverkansdialog, stämoförslag och svartlistning. I de fall problemen är så pass allvarliga att de anses kunna vara utslutningsgrundande leder det till att AP7 säljer av sitt innehav och svartlistar bolaget.

Ågarstyrning är den ena delen av verksamheten som påverkas. Den andra delen är investeringarna. I omställningen till ett koldioxidnsått samhälle kommer verksamheter som löser klimatproblem att ha goda affärsförutsättningar samtidigt som de gör påtaglig klimatnytta. De företagen är sannolikt ett av näringslivets viktigaste bidrag för att samhället ska kunna nå 2-gradersmålet. AP7 kommer inom ramen för den aktiva förvaltningen utforma ett mandat som investerar i bolag som bidrar till lösningen av klimatproblem. En uttaland ambition med det gröna aktiemandatet är att bidra till att mätmetoderna utvecklas för detta tillgångsslag. På lite sikt kan utvecklade mätmetoder göra det lättare att värdera olika hållbarhetsstrategier utifrån vilken klimatnytta de gör.

Administration

Inom det administrativa området har utveckling av fondens risksystem prioriterats. Under året togs också ett beslut att under 2017 byta kontorslokaler. En viktig anledning till lokalbytet är att det möjliggör förändrade arbets-sätt, vilket bland annat bedöms vara viktigt för att hantera de förändringsprocesser som följer av den nya strategiska portföljen.

Inom personalområdet har kompetensutvecklingsfrågor givits fortsatt hög prioritet, liksom att utöka och effektivisera samarbetet mellan Sjunde AP-fondens olika avdelningar och verksamhetsområden. Ett arbete för att utveckla organisationen på lednings- och medarbetarnivå inleddes också under året.

Kontrollfunktioner

Inom risk och regel efterlevnad prioriterades frågor som rör Sjunde AP-fondens gemensamma riskkultur, bland annat genom en utökad och förbättrad riskkartläggningsprocess.

Nyckeltal för AP7:s produkter – översikt (%)

	2015-12-30 – 2016-12-30	Genomsnittlig årsavkastning sedan start (2010-05-24)	Total risk (standard- avvikelse 24-mån)
AP7 Aktiefond	16,5	15,7	17,2
AP7 Räntefond	0,6	1,8	0,5
AP7 Såfa	15,5	14,8	15,9
Privata fonder	8,8	8,3	10,9
AP7 Försiktig	6,1	6,5	6,0
AP7 Balanserad	8,8	8,8	8,9
AP7 Offensiv	12,7	12,3	13,0

Avkastning för förvaltsalternativet jämfört med genomsnittet för de privata premiepensionsfonderna (%)

	Akkumulerad avkastning sedan start år 2000	Genomsnittlig årsavkastning sedan start år 2000	Genomsnittlig årsavkastning senaste 10 åren
Förvaltsalternativet	149,7 ²	5,8	8,6
Privata fonder	63,4	3,1	4,7

¹ Se not 1

² Faktörinvestering innebär att man formar portföljer med avseende på en särskild egenskap, t ex värde eller kvalitet, vilken förväntas leda till en förbättrad riskjusterad avkastning över tid.

³ Dynamiskt risktagande innebär att förändringar görs i tillgångsallokeringen för att reflektera förändrade marknadsomständigheter i termer av exempelvis tidsvariande förväntad avkastning och risk. Detta görs i syfte att förbättra fondens risk- och avkastningsegenskaper över en längre tidshorison.

Organisation

Ledning

För den löpande verksamheten finns fyra lednings- och samordningsgrupper.

För kapitalförvaltningen finns dels en placeringskommitté, som består av tre personer (verkställande direktören, chefen för förvaltning (tillika vice verkställande direktör) och chefen för administration), dels en riskhantlingskommitté, som består av fyra personer (verkställande direktören, chefen för administration, riskansvarig och regelverksansvarig). Medlemmarna i placeringskommittén utgör Sjunde AP-fondens ledande befattningshavare.

För övergripande frågor som inte avser kapitalförvaltningen finns en administrativ ledningsgrupp som består av fem personer (verkställande direktören, chefen för förvaltning, chefen för administration, chefen för kommunikation och ägarstyrning samt regelverksansvarig).

I tillägg till dessa ledningsgrupper har verkställande direktören också inrättat en rådgivande strategisk ledningsgrupp med ansvar för att formulera en strategisk plan med femårshorisont. Gruppen består av verkställande direktören, chefen för förvaltning, chefen för administration, chefen för kommunikation och ägarstyrning, riskansvarig samt regelverksansvarig.

Kapitalförvaltning

Kapitalförvaltningsorganisationen bestod vid utgången av 2016 av sju tillsvidareanställda. Stora delar av det förvaltade kapitalet förvaltas av externa förvaltare. Den interna förvaltningen arbetar huvudsakligen med upprätthållande av beslutad exponeringsnivå, aktiv förvaltning av svenska aktier, ränteförvaltning samt hantering av Sjunde AP-fondens Private Equity-portfölj.

Eftersom en stor del av tillgångarna förvaltas externt lägger Sjunde AP-fonden ned ett betydande arbete för att systematiskt följa upp och utvärdera de externa förvaltarna. Utvärderingen avser såväl förvaltningsresultat som efterlevnad av administrativa rutiner och bestämmelser. Som en följd av denna utvärdering har ett externt förvaltningsmandat avslutats under året.

Administration

Sjunde AP-fondens administrativa enheter utgörs av fondadministration, middle office, kontorservice, registrator och IT. Vid utgången av 2016 var tio personer tillsvidareanställda inom administration. Sjunde AP-fondens administrativa chef avslutar sin anställning i början av 2017. En ny administrativ chef har rekryterats och påbörjar sin anställning i mars 2017.

För Sjunde AP-fonden är effektivitetsaspekter av stor betydelse. Detta betyder att externa tjänster utnyttjas på de områden där det är lämpligt för att säkerställa hög kompetens, låga kostnader och liten sårbarhet. Detta innefattar bland annat ekonomi- och löne-

administration, IT-drift, internerrevision samt juridiska tjänster. Denna modell innebär att det är en viktig uppgift för organisationen att fungera som en kvalificerad beställare och att ha en effektiv och fortlöpande kvalitets- och kostnadskontroll över de utlagda uppdragen.

Kommunikation och ägarstyrning

Sjunde AP-fonden bedriver ett aktivt arbete för att fortlöpande utveckla informationen till icke-väljarna i premiepensionssystemet. Inom området ägarstyrning hanteras frågor som rör hur Sjunde AP-fonden som aktieägare kan påverka de bolag vi investerar i att ta ansvar för hållbarhet, etik och god bolagsstyrning i sin verksamhet. Vid utgången av 2016 var tre personer tillsvidareanställda inom kommunikation och ägarstyrning.

Kontrollfunktioner

Sjunde AP-fonden arbetar utifrån principen om "tre försvarslinjer", vilket innebär att verksamhetens risker ägs och kontrolleras av verksamheten själv, och att det riskarbete som utförs i verksamheten följs upp av fondens oberoende funktioner för risk och regelefterlevnad. Som tredje försvarslinje fungerar fondens interrevisorer, vilka rapporterar till Sjunde AP-fondens styrelse. Vid utgången av 2016 var två personer anställda inom funktionerna risk och regelefterlevnad.

Som ett led i Sjunde AP-fondens strävan att stärka den interna kontrollen är samtliga anställda skyldiga att bekräfta att de tagit del av fondens etiska riktlinjer, riktlinjer för hantering av intressekonflikter samt riktlinjer för intern styrning och kontroll.

Medarbetare

Sjunde AP-fonden är en liten men högt kvalificerad organisation. Detta innebär att det är av stor betydelse att Sjunde AP-fonden kan attrahera och bibehålla personal med rätt kompetens för uppdraget. Stor vikt läggs därför vid kompetensutveckling. Detta uppnås dels genom att anställda i stor utsträckning ges möjlighet till externa utbildningsinsatser, dels genom en uttalad målsättning att öka de anställdas kunskap och förståelse för verksamheten genom internt kompetensutbyte. Genom en väl utvecklad process för medarbetarsamtal dokumenteras de anställdas utvecklingsbehov och utvecklingsplaner fastställs.

Stor vikt läggs också vid de anställdas fysiska och psykiska hälsa, liksom vid en god arbetsmiljö. För att förebygga ohälsa erbjuds samtliga anställda ett friskvårdsbidrag på maximalt 5 000 kronor per år. Sjunde AP-fonden eftersträvar en jämn könsfördelning i verksamheten. Ålder och kön får inte påverka lönesättningen.

Under året har en person lämnat sin anställning och en person anställts. Antalet tillsvidareanställda var under större delen av 2016 tjugotre personer (tio kvinnor och tretton män).

Styrning och kontroll

Styrelsens arbete

Under 2016 har ingen förändring av sammansättningen i Sjunde AP-fondens styrelse skett.

Styrelsen hade under 2016 sex ordinarie sammanträden, samt ett extra sammanträde.

Styrelsen har inrättat ett arbetsutskott som består av ordföranden, vice ordföranden och verkställande direktören. Arbetsutskottet beslutar i de frågor som styrelsen delegerar till arbetsutskottet, däribland exkludering av bolag Sjunde AP-fonden inte investerar i enligt Sjunde AP-fondens riktlinjer för ägarstyrning. Arbetsutskottet fungerar också som ersättningskommitté, vilken har till uppgift att säkerställa att regeringens riktlinjer för anställningsvillkor till ledande befattningshavare efterlevs. I ersättningskommittén deltar inte verkställande direktören i frågor som rör ersättning till verkställande direktören, och är i övriga frågor enbart adjungerad.

Som stöd och rådgivare åt verkställande direktören vid olika verksamhetsbeslut och som rådgivande organ åt den interna kapitalförvaltningen finns ett konjunkturråd inrättat.

Konjunkturrådet bestod under 2016 av fyra styrelseledamöter och två anställda (verkställande direktören och vice vd/förvaltningschefen).

Styrelsen har också inrättat ett revisionsutskott. Under 2016 beslutade styrelsen att revisionsutskottet också ska bereda regelverksfrågor. Revisionsutskottet bestod under 2016 av tre styrelseledamöter. Till revisionsutskottets möten inbjuds normalt intern- och externrevisorer, verkställande direktören, chefen för administration, riskansvarig samt regelverksansvarig.

Under 2016 var de externa revisorerna dessutom närvarande vid ett styrelsesammanträde.

Ägarfrågor

Med ägarfrågor avses hur AP7 ska utöva den ägarfunktion som följer av aktieinnehaven i AP7 Aktiefond. Som en del av verksamhetsplanen fastställs årligen *riktlinjer för ägarstyrning* för Sjunde AP-fonden. I riktlinjerna anges hur Sjunde AP-fonden ska utöva sin ägarfunktion i kraft av de stora aktieinnehaven.

Sjunde AP-fonden tillämpar sedan 2012 riktlinjer som innebär att ägarstyrning genom röstning på bolagsstämma kan göras för utländska aktier. I och med att riktlinjerna är fullt ut implementerade röstar AP7 regelmässigt på de bolagsstämmor där så är möjligt. Sjunde AP-fonden är enligt lag normalt förhindrad att rösta för svenska aktier. Sjunde AP-fonden arbetar i ägarstyrnings- och hållbarhetsfrågor med tre parallella "teman" i träars-cykler.

Detta innebär att fördjupning inom vissa utvalda fokusområden görs, vid sidan av de fyra verktyg som används i verksamheten (uteslutning, dialog, röstning och juridiska processer). Under 2017 kommer Sjunde AP-fonden att arbeta med teman inom bolagslobbying, klimat och färskvatten.

Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2016

Resultaträkning

Samtliga belopp i tusentals kronor

Not	2016	2015
Rörelsens intäkter		
Förvaltningsavgifter	305 223	320 778
	305 223	320 778
Rörelsens kostnader		
1 Personalkostnader	-49 275	-44 385
2 Övriga externa kostnader	-116 004	-135 639
5 Avskrivningar av materiella anläggningstillgångar	-94	-94
	-165 373	-180 118
Rörelseresultat	139 850	140 660
Resultat från finansiella poster		
3 Ränteutäkter och liknande	0	1
4 Räntekostnader och liknande	-1 611	-136
	-1 611	-135
Resultat efter finansiella poster	138 239	140 525
Årets resultat	138 239	140 525

Balansräkning

Samtliga belopp i tusentals kronor

Not	2016-12-31	2015-12-31
Tillgångar		
Anläggningstillgångar		
5 Inventarier	288	434
Summa anläggningstillgångar	288	434
Omsättningstillgångar		
6 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	32 087	28 701
7 Övriga fordringar	1 883	1 970
Kassa och bank	360 765	237 894
Summa omsättningstillgångar	394 735	268 565
Summa tillgångar	395 023	268 999
Eget kapital och skulder		
Eget kapital		
Balanserat resultat	217 172	76 647
Årets resultat	138 239	140 525
Summa eget kapital	355 411	217 172
Skulder		
8 Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	31 157	46 410
9 Krediter i Riksgäldskontoret	0	0
Leverantörsskulder	4 836	2 573
Övriga skulder	3 619	2 844
Summa skulder	39 612	51 827
Summa eget kapital och skulder	395 023	268 999
Ställda panter	Inga	Inga
Ansvarsförbindelser	Inga	Inga

Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2016

<p>Redovisningsprinciper Sjunde AP-fonden följer de regler som finns i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). Redovisningsprinciperna har inte ändrats i förhållande till föregående år.</p> <p>Intäktsredovisning Intäkterna består av fasta förvaltningsavgifter som erhålls från de förvaltade fonderna. Dessa intäktsförs löpande i den period de avser.</p> <p>Avskrivningsprinciper för anläggningstillgångar Anläggningstillgångar värderas till anskaffningsvärde med avdrag för ackumulerade avskrivningar.</p>	<p>Avskrivning görs med procentsatser enligt nedan:</p> <table> <tr> <td>Datautrustning</td> <td>2016</td> <td>2015</td> </tr> <tr> <td></td> <td>33 %</td> <td>33 %</td> </tr> <tr> <td>Övriga inventarier</td> <td>20 %</td> <td>20 %</td> </tr> </table> <p>Avskrivningar framgår av not för balansposten.</p> <p>Värderingsprinciper m.m. Tillgångar och skulder har värderats till anskaffningsvärden om inget annat anges nedan. Fordringar och skulder i utländsk valuta har upptagits till balansdagens kurs.</p> <p>Fordringar Fordringar har upptagits till de belopp varmed de beräknas inflyta.</p>	Datautrustning	2016	2015		33 %	33 %	Övriga inventarier	20 %	20 %
Datautrustning	2016	2015								
	33 %	33 %								
Övriga inventarier	20 %	20 %								

Not 1 – Personalkostnader

Samtliga belopp i tusentals kronor	2016	2015		2016	2015
Antal anställda			Pensionskostnader		
Medeltal anställda	23	23	VD	1 041	1 021
Anställda 31 december	23	23	Placeringskommitté exkl.VD	1 346	1 302
Antal ledande befattningshavare (per 31 december)	3	3	Övriga anställda	6 227	6 175
			Summa	8 614	8 498
			Sociala kostnader		
Löner och arvoden			Styrelseordförande	18	35
Styrelseordförande	108	112	Styrelse exkl. ordförande	152	113
Styrelsen exkl. ordförande	515	496	VD	1 091	1 070
VD	3 470	3 403	Placeringskommitté exkl. VD	1 238	1 193
Placeringskommitté exkl. VD	3 935	3 797	Övriga anställda	7 457	7 353
Övriga anställda	17 449	16 666	Summa	9 956	9 764
Summa	25 477	24 474			

Ersättning till ledande befattningshavare 2016:

	Fast lön	Bilförmån	Övriga förmåner	Pension-kostnader	Summa
Verkställande direktör	3 470	0	2	1 041	4 513
Vice verkställande direktör/chef förvaltning	2 264	0	2	700	2 966
Administrativ chef	1 671	0	2	646	2 319
	7 405	0	6	2 387	9 798

Ersättning till ledande befattningshavare 2015:

	Fast lön	Bilförmån	Övriga förmåner	Pension-kostnader	Summa
Verkställande direktör	3 403	0	2	1 021	4 426
Vice verkställande direktör/chef förvaltning	2 206	0	2	633	2 841
Administrativ chef	1 591	0	1	669	2 261
	7 200	0	5	2 323	9 528

Sjunde AP-fonden tillämpar kollektivavtalet mellan BAO och JUSEK/CR/CF (SACO) samt regeringens riktlinjer för ersättning till ledande befattningshavare. Styrelsen för Sjunde AP-fonden har beslutat om riktlinjer för ersättning för ledande befattningshavare och anställda.

Ingen anställd har lön som innehåller någon rörlig komponent. För verkställande direktören och vice verkställande direktören gäller därutöver följande. Pensionsåldern är 65 år. Verkställande direktören och vice verkställande direktören undantas från den pensionsplan som gäller enligt kollektivavtalet och erhåller i stället individuella pensionsförsäkringar till en kostnad motsvarande 30 % av den fasta lönen. Uppsägningstiden är 6 månader. Om uppsägning sker från arbetsgivarens sida kan, efter uppsägningstiden, avgångsvederlag utbetalas under 18 månader motsvarande den fasta månadslönen. Avräkning sker mot utgående lön och inkomst av förvärvsverksamhet.

För ledande befattningshavare, utom verkställande direktör och vice

verkställande direktör, kan pensionsavsättningarna överstiga 30 % av lön. Detta följer av tillämplig kollektivpensionsplan, BTP1 alternativt BTP2. BTP1 är premiebestämd medan BTP2 huvudsakligen är förmånsbestämd.

I regeringens riktlinjer för ledande befattningshavare anges att ersättningar ska vara måttfulla och inte löneledande, samtidigt som de behöver vara konkurrenskraftiga för att inte bli ett hinder i kompetensförsörjningen. Denna målsättning uppnås genom en tydlig process där Sjunde AP-fondens ersättningskommitté (ordförande, vice ordförande och verkställande direktör (adjungerad)) bereder löneramen för samtliga medarbetare, ersättningar till ledande befattningshavare och ansvariga för kontrollfunktionerna samt förhandlar lön och övriga villkor med verkställande direktören. Hela styrelsen fattar beslut i ersättningsfrågor efter beredning av ersättningskommittén. Den nedre gränsen för ersättningsarnas konkurrenskraft påverkas bland annat av krav på

Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2016

senioritet och beställarkompetens. Kraven är i sin tur en följd av att verksamheten sköts av en liten organisation och många underleverantörer. Ersättningsnivåerna för Sjunde AP-fondens anställda kan inte heller ligga väsentligt under de ersättningsnivåer som erbjuds av privata kapitalförvaltningsbolag. Under 2015 slutfördes en jämförelsestudie av det oberoende internationella konsultföretaget Tower Watson, vilken omfattade både AP-fonder, andra myndigheter och branschen i stort. Resultaten visade att Sjunde AP-fondens ersättningsnivåer är måttfulla och inte på något område löneledande. Generellt ligger ersättningsnivån

under snittet och i många fall i den undre kvartilen. Sjunde AP-fondens styrelse gör därför bedömningen att Sjunde AP-fondens ersättningsnivåer totalt sett ligger i nivå med – eller under – de ersättningsnivåer som erbjuds av de privata marknadsaktörerna och att regeringens riktlinjer därmed har följits under 2016.

Styrelsens arvoden beslutas av regeringen. Utöver de av regeringen fastställda arvodena har sammanlagt 98 000 kronor utbetalats till de styrelseledamöter som också ingår i konjunkturrådet, revisionsutskottet eller arbetsutskottet.

Not 2 – Övriga externa kostnader

Samtliga belopp i tusentals kronor	2016	2015
Revision	489	708
Externa förvaltare och depåbank	74 935	89 262
Externa tjänster	31 401	37 104
Övriga kostnader	9 179	8 565
Summa övriga externa kostnader	116 004	135 639

Arvoden till revisionsbolag

Revisionsuppdrag	489	708
Revisionsverksamhet utanför revisionsuppdraget	-	-
Skatterådgivning	574	140
Övriga tjänster	-	-
Summa arvoden	1 063	848

Med revisionsuppdrag avses revisors arbete med den lagstadgade revisionen och med revisionsverksamhet olika typer av kvalitetssäkrings-tjänster. Övriga tjänster är sådant som inte ingår i revisionsuppdrag, revisionsverksamhet eller skatterådgivning.

Not 3 – Räntintäkter och liknande

Samtliga belopp i tusentals kronor	2016	2015
Räntintäkter	0	1
Valutakursvinster	0	0
	0	1

Not 4 – Räntekostnader och liknande

Samtliga belopp i tusentals kronor	2016	2015
Räntekostnader	-1 463	-2
Valutakursförluster	-148	-134
	-1 611	-136

Not 5 – Inventarier

Samtliga belopp i tusentals kronor	2016-12-31	2015-12-31
Ingående anskaffningsvärde	22 451	22 232
Inköp	0	219
Utrangering	-20 194	0
Utgående ackumulerade anskaffningsvärden	2 257	22 451
Ingående avskrivningar	-22 017	-21 923
Årets avskrivningar	-94	-94
Återförda avskrivningar på uttrangerade inventarier	20 142	0
Utgående ackumulerade avskrivningar	-1 969	-22 017
Utgående bokfört värde	288	434

Not 6 – Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

Samtliga belopp i tusentals kronor	2016-12-31	2015-12-31
Upplupna fondavgifter	30 365	26 980
Övriga interimfördringar	1 722	1 721
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	32 087	28 701

Not 7 – Övriga fordringar

Samtliga belopp i tusentals kronor	2016-12-31	2015-12-31
Skattefordran ingår med	1 883	1 970

Not 8 – Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter

Samtliga belopp i tusentals kronor	2016-12-31	2015-12-31
Upplupna personalkostnader	4 412	4 084
Upplupna kostnader externa förvaltare och depåbank	23 563	37 691
Övriga interimsskulder	3 182	4 635
Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	31 157	46 410

Not 9 – Krediter i Riksgäldskontoret

Samtliga belopp i tusentals kronor	2016-12-31		2015-12-31	
	Totalt ram	Utnyttjad	Totalt ram	Utnyttjad
Rörlig kredit på räntekonto	40 000	0	40 000	0
Lån för finansiering av anläggningstillgångar	5 000	0	5 000	0
Krediter i Riksgäldskontoret	45 000	0	45 000	0

Lån för finansiering av anläggningstillgångar har samma löptid som avskrivningstiden för de tillgångar som lånen avser. Räntan på den rörliga krediten och lånen för finansiering av anläggningstillgångar är rörlig och baserad på reporäntan.

Regeringen har beslutat att från och med 2017 inte längre bevilja Sjunde AP-fonden fortsatt rörlig kredit och lån för finansiering av anläggningstillgångar.

Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2016

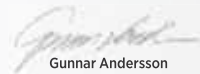
Stockholm den 9 februari 2017



Bo Källstrand
Ordförande



Adine Grate Axén
Vice ordförande



Gunnar Andersson



Kerstin Hermansson



Tonika Hirdman




Mats Kinnwall



Patrik Tolf



Rose Marie Westman




Hellen Wohlin Lidgard



Richard Gröttheim
Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har avgivits den 9 februari 2017



Sussanne Sundväll
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen



Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Revisionsberättelse

För Sjunde AP-fonden, org.nr 802406-2302

Rapport om årsredovisningen

Uttalanden

Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Sjunde AP-fonden för år 2016. Sjunde AP-fondens årsredovisning ingår på sidorna 19–25 i detta dokument.

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Sjunde AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2016 och av dess finansiella resultat för året enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Förvaltningsberättelsen är förenlig med årsredovisningens övriga delar.

Vi tillstyrker därför att resultaträkningen och balansräkningen fastställas.

Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing (ISA) och god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt dessa standarder beskrivs närmare i avsnittet Revisionsansvar. Vi är oberoende i förhållande till Sjunde AP-fonden enligt god revisionssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Annan information än årsredovisningen

Detta dokument innehåller även annan information än årsredovisningen och återfinns på sidorna 1–17. Det är styrelsen och den verkställande direktören som har ansvaret för denna andra information.

Vårt uttalande avseende årsredovisningen omfattar inte denna information och vi gör inget uttalande med bestyrkande avseende denna andra information.

I samband med vår revision av årsredovisningen är det vårt ansvar att läsa den information som identifieras ovan och överväga om informationen i väsentlig utsträckning är förenlig med årsredovisningen. Vid denna genomgång beaktar vi även den kunskap vi i övrigt inhämtat under revisionen samt bedömer om informationen i övrigt verkar innehålla väsentliga felaktigheter.

Om vi, baserat på det arbete som har utförts avseende denna information, drar slutsatsen att den andra informationen innehåller en väsentlig felaktighet, är vi skyldiga att rapportera detta. Vi har inget att rapportera i det avseendet.

Styrelsens och den verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och den verkställande direktören som har ansvaret för att årsredovisningen upprättas och att den ger en rättvisande bild enligt lagen om allmänna pensionsfonder. Styrelsen och den verkställande direktören ansvarar även för den interna kontroll som de bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

Vid upprättandet av årsredovisningen ansvarar styrelsen och den verkställande direktören för bedömningen av fondens förmåga att fortsätta verksamheten. De upplyser, när så är tillämpligt, om förhållandena som kan påverka förmågan att fortsätta verksamheten och att använda antagandet om fortsatt drift.

Revisionsansvar

Våra mål är att uppnå en rimlig grad av säkerhet om huruvida årsredovisningen som helhet inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel, och att lämna en revisions-

berättelse som innehåller våra uttalanden. Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men är ingen garanti för att en revision som utförs enligt ISA och god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka en väsentlig felaktighet om en sådan finns. Felaktigheter kan uppstå på grund av oegentligheter eller fel och anses vara väsentliga om de enskilt eller tillsammans rimligen kan förväntas påverka de ekonomiska beslut som användare fattar med grund i årsredovisningen.

Som del av en revision enligt ISA använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Dessutom utför vi följande moment:

■ Vi identifierar och bedömer riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel, utformar och utför granskningsåtgärder bland annat utifrån dessa risker och inhämtar revisionsbevis som är tillräckliga och ändamålsenliga för att utgöra en grund för våra uttalanden. Risken för att inte upptäcka en väsentlig felaktighet till följd av oegentligheter är högre än för en väsentlig felaktighet som beror på fel, eftersom oegentligheter kan innefatta agerande i maskopi, förfälskning, avsiktliga utelämnanden, felaktig information eller åsidosättande av intern kontroll.

■ Vi skaffar oss en förståelse av den del av fondens interna kontroll som har betydelse för vår revision för att utforma granskningsåtgärder som är lämpliga med hänsyn till omständigheterna, men inte för att uttala oss om effektiviteten i den interna kontrollen.

■ Vi utvärderar lämpligheten i de redovisningsprinciper som används och rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen och tillhörande upplysningar.

■ Vi prövar lämpligheten i att styrelsen och verkställande direktören använder antagandet om fortsatt drift vid upprättandet av årsredovisningen. Vi prövar, med grund i de inhämtade revisionsbevisen, om huruvida det finns någon väsentlig osäkerhetsfaktor som avser sådana händelser eller förhållanden som kan leda till betydande tvivel om fondens förmåga att fortsätta verksamheten. Om vi drar slutsatsen att det finns en väsentlig osäkerhetsfaktor, måste vi i revisionsberättelsen fästa uppmarksamheten på upplysningarna i årsredovisningen om den väsentliga osäkerhetsfaktorn eller, om sådana upplysningar är otillräckliga, modifiera uttalandet om årsredovisningen. Våra slutsatser baseras på de revisionsbevis som inhämtas fram till datumet för revisionsberättelsen. Dock kan framtida händelser eller förhållanden göra att fonden inte längre kan fortsätta verksamheten.

■ Vi utvärderar den övergripande presentationen, strukturen och innehållet i årsredovisningen, däribland upplysningarna, och om årsredovisningen återger de underliggande transaktionerna och händelserna på ett sätt som ger en rättvisande bild.

Vi måste informera styrelsen om bland annat revisionsplanerade omfattning och inriktning samt tidpunkten för den. Vi måste också informera om betydelsefulla iakttagelser under revisionen, däribland de betydande brister i den interna kontrollen som vi identifierar.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Uttalanden

Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Sjunde AP-fonden förvaltar. Vi har även granskat om det finns någon anmärkning i övrigt mot styrelsens och den verkställande direktörens förvaltning av Sjunde AP-fonden för 2016.

Revisionen har inte givit anledning till anmärkning

beträffande inventeringen av tillgångarna eller i övrigt avseende förvaltningen.

Grund för uttalanden

Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt denna beskrivs närmare i avsnittet Revisionsansvar. Vi är oberoende i förhållande till Sjunde AP-fonden enligt god revisionssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

Styrelsens och den verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och den verkställande direktören som har ansvaret för räkenskapshandlingarna samt för förvaltningen av fondens tillgångar enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

Styrelsen ansvarar för fondens organisation och förvaltningen av fondens angelägenheter. Detta innefattar bland annat att fortlopande bedöma fondens ekonomiska situation och att tillse att fondens organisation är utformad så att bokföringen, medelsförvaltningen och fondens ekonomiska angelägenheter i övrigt kontrolleras på ett betryggande sätt. Den verkställande direktören ska sköta den löpande förvaltningen enligt styrelsens riktlinjer och anvisningar och bland annat vidta de åtgärder som är nödvändiga för att fondens bokföring ska fullgöras i överensstämmelse med lag och för att medelsförvaltningen ska skötas på ett betryggande sätt.

Revisionsansvar

Vårt mål beträffande revisionen av förvaltningen, och därmed vårt uttalande om förvaltningen är att inhämta revisionsbevis för att med en rimlig grad av säkerhet kunna bedöma om det finns någon anmärkning mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning för Sjunde AP-fonden för räkenskapsåret 2016.

Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men ingen garanti för att en revision som utförs enligt god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka åtgärder eller försummelser som kan föranleda anmärkning.

Som en del av en revision enligt god revisionssed i Sverige använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Granskningen av förvaltningen grundar sig främst på revisionen av räkenskapskaperna. Vilka tillkommande granskningsåtgärder som utförs baseras på vår professionella bedömning med utgångspunkt i risk och väsentlighet. Det innebär att vi fokuserar granskningen på sådana åtgärder, områden och förhållanden som är väsentliga för verksamheten och där avsteg och överträdelser skulle ha särskild betydelse för Sjunde AP-fondens situation. Vi går igenom och prövar fattade beslut, beslutsunderlag, vidtagna åtgärder och andra förhållanden som är relevanta för vårt uttalande om förvaltningen.

Stockholm den 9 februari 2017



Susanna Sundvä
Auktoriserad revisor, Förordnad av Regeringen,



Peter Nilsson
Auktoriserad revisor, Förordnad av Regeringen.

Årsberättelse 2016

AP7 Aktiefond

Organisationsnummer 515602-3862

Förvaltningsberättelse

Placeringsinriktning

AP7 Aktiefond är en viktig komponent för att skapa en livscykelprofil i förvaltsalternativet AP7 Såfa och därmed en byggsten i det allmänna pensionssystemets premiepensions-sparande. Fonden ingår också i statens fondportföljer. Mer information om dessa portföljer finns i årsredovisningen för Sjuende AP-fonden.

Målet för AP7 Aktiefond är att vid den valda risknivån uppnå en långsiktig hög avkastning som överträffar avkastningen för jämförelseindex (se förklaringar till nyckeltal nedan). För att nå dit har vi valt följande strategi:

- Placera fondens tillgångar globalt i aktier och aktierelaterade finansiella instrument med bred branschmässig spridning (basportföljen).
- Använda hävstång för att öka risken och den förväntade avkastningen.
- Ytterligare öka avkastningsmöjligheterna genom aktiv förvaltning på vissa utvalda marknader (alfafällor och taktiska placeringar).

AP7 Aktiefond är en global aktiefond där hävstång används i förvaltningen. Genom hävstången skapas ett placeringsutrymme som är större än fondkapitalet. Då stora kursrörelser på världens börser kraftigt påverkar AP7 Aktiefonds avkastning – i positiv eller negativ riktning – är risknivån hög. I och med att majoriteten av fondens tillgångar är placerade utanför Sverige, och inga tillgångar valutasäkras, är fonden också utsatt för stor valutarisik. Fondens samlade risk ska ses i skenet av den låga risk som sparare har i inkomstpositionen, som i huvudsak är att likna vid ränteplaceringar. Sparare i AP7 Såfa över 55 år har en reducerad total risk, eftersom de via AP7 Såfa har sitt premiepensionssparande fördelat mellan AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Sjuende AP-fondens styrelse har 2016 beslutat om vissa ändringar av AP7 Aktiefonds sammansättning. De ändringar som beslutats innebär för det närmaste året att

- hävstångens normalnivå reduceras (se nedan under derivatinstrument och aktiefond),
- andelen onoterade innehav (private equity) över tid ökas från 3 till 4 % av basportföljen,
- andelen aktieinnehav på utvecklingsmarknader i basportföljen ökas med ca 5 procentenheter samtidigt som andelen innehav på utvecklade marknader minskas i motsvarande grad.

Basportföljen

- Basportföljen består av
- 97 % globala aktier
 - 3 % private equity (normvärde)

Tillgångsslaget globala aktier ska ge en exponering som motsvarar fondens jämförelseindex. Förvaltningen sker i huvudsak passivt genom externa förvaltare.

Tillgångsslaget private equity omfattar placeringar i fonder som i sin tur investerar i onoterade företag. Under 2017 kommer andelen private equity att gradvis ökas till 4 % av basportföljen (normvärde).

Derivatinstrument och aktiefond

Fondbestämmelserna tillåter att derivatinstrument används som ett led i placeringsinriktningen. Under 2016 har denna möjlighet utnyttjats i den löpande förvaltningen via aktie-terminer och valutakontrakt.

Genom icke-börshandlade finansiella derivatinstrument (Total Return Swaps) skapas också hävstång i förvaltningen.

Hävstångsgraden ska normalt motsvara 135 % av fondkapitalet (se nedan under aktiv förvaltning). För att skydda fondkapitalet kan styrelsen dock, på rekommendation från VD (t ex i situationer då det bedöms lämpligt att minska fondens exponering mot aktiemarknaden), reducera storleken på hävstången från dess normalnivå. Under 2016 beslutade styrelsen, som ett led i implementeringen av den nya strategiska portföljen, om en sänkning av hävstångens normalnivå från 150 % till 135 %. Den faktiska hävstångsnivån har under 2016 legat på cirka 125 %.

Vid utgången av 2016 motsvarade hävstångsgraden 124,7 % av fondkapitalet (79,7 miljarder kronor).

Under 2016 har AP7 Aktiefonds sammanlagda exponeringar¹ i genomsnitt uppgått till 29,6 % (79,3 miljarder kronor) av fondformögenheten. De sammanlagda exponeringarna har som lägst varit 27,1 % (65,5 miljarder kronor) och som högst 31,4 % (78,6 miljarder kronor). Vid beräkningen av AP7 Aktiefonds sammanlagda exponeringar vid användning av derivatinstrument används vid riskbedömningen den s.k. åtagandemetoden², vilket innebär att derivatinstrument tas upp till den underliggande tillgångens exponering.

Upplåning av aktier för så kallad äkta blankning förekommer inom ramen för alfaförvaltningen (se nedan). För att ytterligare öka avkastningsmöjligheterna har fonden ett aktivt aktieutlåningsprogram via depåbanken Bank of New York Mellon. Detta program har under

året gett en nettointäkt på 43,9 miljoner kronor (85 % av totala intäkterna för aktieutlåningsprogrammet). Kostnaden för programmet har uppgått till 7,7 miljoner kronor (15 % av totala intäkterna för aktieutlåningsprogrammet).

Aktiv förvaltning

Den aktiva förvaltningen består framförallt av taktisk allokering och förvaltning av aktier enligt förvaltningsmodellen "lång/kort" (så kallad ren alfaförvaltning). Dessutom sker aktiv förvaltning i valutor.

Taktisk allokering innebär främst avsteg från beslutad hävstångsgrad (se ovan) inom intervallet +/- 12 procentenheter.

Med aktieförvaltning enligt modellen "lång/kort" menas att långa positioner tas i form av vanliga placeringar i aktier och att korta positioner tas i form av äkta blankning, som innebär att aktier lånas in för att omedelbart säljas. De långa positionerna finansieras genom den försäljningslikvid som blankningen ger. På det sättet behöver inte något fondkapital avsättas till den rena alfaförvaltningen. Förvaltning enligt denna modell har under 2016 i huvudsak skett i Sverige, Europa och Japan. Fonden har under året lånat in aktier från SEB, SHB och UBS.

Väsentliga risker per balansdagen

AP7 Aktiefond är en global aktiefond där hävstång används i förvaltningen. Utvecklingen på aktiemarknaden utgör den enskilt största risken och ett betydande kursfall på de globala aktiemarknaderna kan leda till kraftigt försämrad avkastning. I och med att majoriteten av fondens tillgångar är placerade utanför Sverige, och inga tillgångar valutasäkras, är fonden utsatt för stor valutarisik.

Resultatutveckling

Totalavkastningen för AP7 Aktiefond var under 2016 16,5 % (NAV-kursberäknad avkastning), vilket var i nivå med jämförelseindex.

Den positiva utvecklingen för fonden förklaras av uppgången på den globala aktiemarknaden under 2016, vilken förstärktes av hävstången och den svenska kronans försämring.

Lång/kortförvaltningen har bidragit negativt med -5,5 miljoner kronor.

Den taktiska allokeringen har också bidragit negativt med -23,6 miljoner kronor, vilket beror på att fonden har haft en lägre global aktie-exponering än fondens jämförelsenorm. Därmed har också fondens risknivå minskat.

¹Avser fondens hävstång och övriga derivat som används i förvaltningen av AP7 Aktiefond och beräknas i enlighet med "CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS". För närmare information, se www.esma.europa.eu/system/files/10_788.pdf.

²Sjuende AP-fonden har i December 2016 hos Finansinspektionen ansökt om tillstånd att få övergå till en Relativ Value at Riskmetod vid riskbedömningen. Om sådant tillstånd ges kommer riskbedömningsmetoden att ändras under första halvåret 2017.

Fondens alternativa placeringar (private equity) har samtidigt bidragit positivt och har uppvägt det negativa resultatet av den aktiva förvaltningen.

Inflödet av kapital till fonden uppgick under 2016 till 13,4 miljarder kronor, främst genom att Pensionsmyndigheten placerat 2015 års pensionsrätter. Utflödet av kapital genom inlösen av andelar, främst på grund av att premiepensionssparare bytte till andra fonder, uppgick till 2,5 miljarder kronor.

Fondens tio största innehav i % av fondkapitalet vid utgången av 2016
(exklusive placeringar i private equity)

Apple Computer	1,6
Microsoft	1,2
Exxon	1,0
Johnson and Johnson	0,8
JP Morgan Chase	0,8
Amazon	0,8
General Electric	0,7
Facebook	0,7
ATT	0,7
Wells Fargo	0,7
Summa tio största innehav	9,0

Väsentliga händelser efter balansdagen

Under januari har de globala börserna haft marginella uppgångar, samtidigt som den svenska kronan har stärkts. Det har inneburit att andelskursen för AP7 Aktiefond till dags dato (den 30 januari, 2017) har ökat med 1,98 % sedan årsskiftet.

Nyckeltal

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010 ¹⁾
Fondförmögenhet (Mkr)	314 874	261 072	235 725	173 493	123 348	98 857	104 123
Antal andelar (tusental)	1 273 624	1 230 448	1 184 861	1 143 683	1 089 848	1 034 877	966 368
Andelskurs (kr)	247,21	212,15	198,93	151,71	113,18	95,52	107,88
Avkastning^{2,3)}							
Total NAV-kursberäknad (%)	16,5	6,6	31,1	34,0	18,5	-11,5	14,3
Jämförelseindex (%)	16,5	6,2	30,8	35,3	17,5	-10,5	14,1
Genomsnittlig avkastning^{2,3)}							
2 år (%)	11,5	18,3	32,6	26,0	2,4	-	-
5 år (%)	17,3	14,5	-	-	-	-	-
Sedan fondstart (%)	15,7	15,5	17,5	14,0	7,2	-	-
Riskmått^{2,3)}							
Totalrisk fonden (%)	17,2	16,7	10,2	11,4	16,0	-	-
Totalrisk jämförelseindex (%)	17,1	16,8	9,4	10,5	14,8	-	-
Aktiv risk (%)	1,9	2,0	2,6	2,7	2,6	-	-
Active share (%)	8,6	9,9	-	-	-	-	-
Omsättningshastighet (%)	13,0	16,9	19,3	22,9	28,7	44,6	13,3
Avgifter							
Förvaltningsavgift (%)	0,11	0,12	0,12	0,14	0,15	0,15	0,15
Årlig avgift (%) ⁴⁾	0,14	0,15	0,15	0,17	0,19	0,20	0,19
Avgift insättning/uttag	Inga	Inga	Inga	Inga	Inga	Inga	Inga
Transaktionskostnader							
Totalt (Tkr)	100 378	106 288	93 702	73 188	65 214	81 236	48 464
Andel av omsättning (%)	0,11	0,10	0,10	0,08	0,08	0,09	0,14
Engångsinsättning 10 000kr (kr)	12,1	13,2	13,5	16,5	17,0	14,1	9,0

¹⁾ Avser perioden 2010-05-24-2010-12-31.

²⁾ NAV-kursberäknad avkastning 2016 avser perioden 2015-12-30 t.o.m. 2016-12-30. Jämförelseindexets avkastning avser samma period och har justerats för att motsvara NAV-sättningsstidpunkten.

³⁾ Risk- och avkastningsmått är baserade på två års historisk månadsavkastning och beräknas i enlighet med Fondbolagens Förenings riktlinjer. För närmare information se www.fondbolagen.se.

⁴⁾ Inkluderar faktiska och estimerade avgifter för alternativa investeringar.

Förvaltningsavgift

AP7 Aktiefond betalar sista dagen i varje månad en förvaltningsavgift till Sjunde AP-fonden. Avgiften beräknas dagligen med 1/365-del av fondens värde och täcker kostnader för bland annat förvaltning, administration, redovisning,

förvaring av värdepapper, revision, information och tillsyn. Under 2016 uppgick avgiften till 0,11 % per år av fondens förmögenhet.

Transaktionskostnader i form av courtage till mäklare och avgifter till depåbanker för värdepapperstransaktioner belastar AP7 Aktiefond

direkt och ingår inte i förvaltningsavgiften. Avgift som betalas till förvaltare av fondens innehav i onoterade tillgångar (private equity) ingår inte heller i förvaltningsavgiften utan belastar AP7 Aktiefond direkt.

AP7 Aktiefond | Årsberättelse 2016

Förklaringar till nyckeltalen

Avkastnings- och riskberäkningar: AP7 Aktiefonds avkastning och risk beräknas på fondens NAV-kurs (Net Asset Value), som används vid köp och inlösen av andelar. Denna metod innebär att avkastningen redovisas efter avdrag av den förvaltningsavgift som AP7 Aktiefond betalar till Sjunde AP-fonden. Vid NAV-kursvärderingen används de priser på fondens tillgångar som gäller kl. 16.00 svensk tid.

Jämförelseindex: Avkastning och risk ställs i relation till ett jämförelseindex som på total nivå utgörs av tre delkomponenter: 1) jämförelseindex basportfölj (100 %), 2) jämförelseindex för hävstång (35 %) och 3) jämförelseindex för hävstångsfinansiering (-35 %).

Jämförelseindex för basportföljen utgörs av MSCI All Country World Index¹, anpassat till AP7:s *Riktlinjer för ägarstyrning* ("gross" för alla aktier med undantag för tillväxtmarknader och Europa, där index är "net").

Jämförelseindex för hävstång utgörs av MSCI All Country World Index ("gross"). Nivån 35 % avser hävstångens normalnivå.

Jämförelseindex för hävstångsfinansiering utgörs av USD Libor 1M + transaktionskostnadsjustering. Nivån - 35 % avser hävstångens normalnivå.

Totalrisk (standardavvikelse): Ett mått på hur mycket andelsvärdet har varierat under en viss period. Stora variationer i andelsvärdet innebär oftast en högre risk men också chans till bättre värdetillväxt. Måttet baseras på fondandelarnas och index utveckling under de senaste två åren.

Aktiv risk: Ett mått på hur mycket en fonds andelsvärde varierat jämfört med sitt jämförelseindex. En hög aktiv risk innebär att fondens placeringar avviker mycket från jämförelseindex under perioden. Avkastningen för en portfölj med hög aktiv risk kan vara avsevärt större eller mindre än avkastningen för index. Måttet baseras på fondandelarnas och index utveckling under de senaste två åren.

Active share: Ett mått på hur stor del av fondens innehav som avviker från jämförelseindex sammansättning, enligt Fondbolagens föreningens rekommendation.

Omsättningshastighet: Mäter hur många gånger värdepapper som har köpts eller sålts i förhållande till fondförmögenheten. Beräknas genom att det lägsta värdet av summa köpta eller summa sålda värdepapper under perioden divideras med den genomsnittliga fondförmögenheten och anges i procent.

Årlig avgift (%): Avser fondens förvaltningsavgift och kostnader för alternativa investeringar, som belastat fonden under de senaste 12-månaderna, uttryckt i procent av fondförmögenheten. Den årliga avgiften beräknas enligt "CESR's guidelines on the methodology for calculation of the ongoing charges figure in the Key Investor Information Document".

För närmare information se www.esma.europa.eu/system/files/10_674.pdf

Transaktionskostnad: Courtage till mäklare och transaktionsavgifter till depåbank.

Kostnad för engångsinsättning, 10 000 kr: Förvaltningskostnad enligt resultaträkningen i kronor som under året är hänförlig till ett andelsinnehav som vid årets ingång uppgick till 10 000 kronor och som behållits i fonden hela året.

¹ A custom index calculated by MSCI based on the stock selection as defined by AP7 (MSCI beräknar ett skräddarsytt index baserat på den etiska granskning som exkluderar bolag från investeringar)

Balansräkning

Samtliga belopp i tusentals kronor

Not	2016-12-31		2015-12-31		
		%		%	
Tillgångar					
1	Överlåtbara värdepapper	308 022 053	97,8	257 466 233	98,6
	OTC-derivatinstrument med positivt marknadsvärde	285 857	0,1	737 759	0,3
	Övriga derivatinstrument med positivt marknadsvärde	12 271	0,0	45 720	0,0
	Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde	308 320 181	97,9	258 249 712	98,9
	Bankmedel och övriga likvida medel	8 187 601	2,6	4 833 839	1,9
	Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	136 938	0,1	119 844	0,1
	Övriga tillgångar	721 120	0,2	459 889	0,1
	Summa tillgångar	317 365 840	100,8	263 663 284	101,0
Skulder					
	OTC-derivatinstrument med negativt marknadsvärde	252 448	0,1	267 998	0,1
	Övriga derivatinstrument med negativt marknadsvärde	1 875	0,0	1 319	0,0
	Övriga finansiella instrument med negativt marknadsvärde	2 104 061	0,7	1 975 852	0,8
	Summa finansiella instrument med negativt marknadsvärde	2 358 384	0,8	2 245 169	0,9
	Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	34 178	0,0	29 783	0,0
	Övriga skulder	99 190	0,0	316 821	0,1
	Summa Skulder	2 491 752	0,8	2 591 773	1,0
2	Fondförmögenhet	314 874 088	100,0	261 071 511	100,0

Som särskild bilaga finns en innehavsförteckning över samtliga finansiella instrument.

	2016-12-31	2015-12-31
Poster inom linjen		
Utlånade värdepapper och mottagna säkerheter		
Utlånade finansiella instrument	8 328 171	4 179 309
Mottagna säkerheter (statsobligationer minst AA rate) för utlånade finansiella instrument	8 766 687	4 366 248
Mottagna säkerheter (likvida medel) för OTC-derivatinstrument ⁴	233 966	255 990
Inlånade värdepapper och ställda säkerheter		
Inlånade finansiella instrument	4 540 508	5 257 036
Ställda säkerheter (aktier) för inlånade finansiella instrument	4 980 635	5 942 707
Ställda säkerheter (likvida medel) för OTC-derivatinstrument	0	0
Ställda säkerheter (likvida medel) för övriga derivatinstrument	331 388	248 681
Utestående åtaganden		
Kvarstående investeringslöften i private equity	6 446 970	6 088 308

⁴ Beloppet avser mottagna säkerheter för värdet på transaktionerna per senaste bankdag innan bokslutsdag.

AP7 Aktiefond | Årsberättelse 2016

Resultaträkning

Samtliga belopp i tusentals kronor

Not	2016	2015
Intäkter och värdeförändring		
3 Värdeförändring på överlåtbara värdepapper	31 072 393	10 070 651
4 Värdeförändring på OTC-derivatinstrument	4 497 660	-383 980
5 Värdeförändring på övriga derivatinstrument	697 705	254 279
6 Ränteutgifter	12 943	5 538
7 Utdelningar	6 569 745	6 129 862
8 Valutakursvinster och -förluster netto	504 283	272 185
9 Övriga finansiella intäkter	56 107	70 967
10 Övriga intäkter	196	2 729
Summa Intäkter och värdeförändring	43 411 032	16 422 231
Kostnader		
11 Förvaltningskostnader	-295 724	-311 662
12 Övriga finansiella kostnader	-190 516	-175 630
13 Övriga kostnader	-35 904	-43 034
Summa Kostnader	-522 144	-530 326
Periodens resultat	42 888 888	15 891 905

Redovisningsprinciper

Årsberättelsen för fonden har upprättats enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder och Finansinspektionens föreskrifter (2013:9) om värdepappersfonder.

Affärsdagsredovisning tillämpas, vilket innebär att transaktionerna påverkar balansräkningen på affärsdagen, det vill säga vid den tidpunkt då de väsentliga rättigheterna och därmed riskerna övergår mellan parterna.

Samtliga finansiella instrument värderas till verkligt värde. Det innebär att noterade aktierelaterade värdepapper, inklusive noterade aktieindexterminer och derivatinstrument som handlas på en reglerad marknad, värderas till senaste betalkurs kl. 16.00 den sista handelsdagen under redovisningsperioden.

Utländska finansiella instrument räknas om till svenska kronor med senaste betalkurs kl. 16.00 den sista handelsdagen under redovisningsperioden.

Valutaderivat värderas utifrån senaste valutakurser den sista handelsdagen under redovisningsperioden.

Onoterade aktierelaterade värdepapper, som utgörs av indirekta placeringar i private equityfonder, värderas enligt senaste

tillgängliga information om verkligt värde med daglig justering utifrån hur ett relevant index baserat på private equitybolag har utvecklats.

OTC-derivat (Total Return Swaps) värderas enligt en modell med ledning av marknadsnoterade räntor och uppgifter från indexleverantören om utvecklingen av relevant aktieindex kl 16.00 den sista handelsdagen under redovisningsperioden.

Vid beräkning av realisationsvinster och realisationsförluster används genomsnittsmetoden.

Inlånade värdepapper redovisas inte i balansräkningen, men tas upp inom linjen. Betalda premier (utgiftsränta) för inlånade värdepapper redovisas som övriga finansiella kostnader.

Utlånade värdepapper ingår i balansräkningen. Marknadsvärdet, samt erhållna säkerheter, framgår av poster inom linjen. Erhållna premier för utlånade värdepapper redovisas som övriga finansiella intäkter.

Skatt

AP7 Aktiefond är inte skattskyldig i Sverige. För placeringar i utlandet kan i vissa fall finnas skattskyldighet i form av s.k. definitiv källskatt på utdelningar.

Not 1 – Överlåtbara värdepapper

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2016-12-31		2015-12-31	
		%		%
Överlåtbara värdepapper	301 049 213	95,6	251 337 447	96,3
Överlåtbara värdepapper – Onoterade	6 972 840	2,2	6 128 786	2,3
Summa Överlåtbara värdepapper	308 022 053	97,8	257 466 233	98,6

Not 2 – Förändring av fondförmögenhet

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2016-01-01 – 2016-12-31	2015-01-01 – 2015-12-31
Fondförmögenhet vid periodens början	261 071 511	235 725 122
Andelsutgivning	13 374 789	12 344 376
Andelsinlösen	- 2 461 100	-2 889 892
Periodens resultat enligt resultaträkning	42 888 888	15 891 905
Fondförmögenhet vid periodens slut	314 874 088	261 071 511

Not 3 – Specifikation av värdeförändring på överlåtbara värdepapper

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2016	2015
Realiserat kursresultat	2 371 275	5 415 151
Realiserat valutaresultat	1 922 173	2 121 562
Orealiserat kursresultat	12 073 026	-4 080 056
Orealiserat valutaresultat	14 705 919	6 613 993
Summa	31 072 393	10 070 651

Not 8 – Specifikation av valutakursvinster och -förluster netto

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2016	2015
Valutaderivat	43 493	- 23 557
Bankkonton	460 790	295 742
Summa	504 283	272 185

Not 4 – Specifikation av värdeförändring på OTC-derivatinstrument

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2016	2015
Realiserat kursresultat	4 900 790	-455 468
Orealiserat kursresultat	-403 130	71 488
Summa	4 497 660	-383 980

Avser endast Total return swaps.

Not 9 – Specifikation av övriga finansiella intäkter

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2016	2015
Premier utlånade aktier	43 911	40 509
Övriga finansiella intäkter	12 196	30 458
Summa	56 107	70 967

Not 10 – Specifikation av övriga intäkter

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2016	2015
Kompensation från förvaltare	196	2 729
Summa	196	2 729

Not 5 – Specifikation av värdeförändring på övriga derivatinstrument

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2016	2015
Realiserat kursresultat	720 798	469 042
Realiserat valutaresultat	11 116	-211 751
Orealiserat kursresultat	-34 208	-3 012
Orealiserat valutaresultat	-1	0
Summa	697 705	254 279

Not 6 – Specifikation av ränteintäkter

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2016	2015
Korta ränteplaceringar	12 873	5 617
Bankkonton	70	-79
Summa	12 943	5 538

Not 7 – Specifikation av utdelningar

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2016	2015
Utdelning	6 832 082	6 391 419
Kupongskatt	-364 598	-384 829
Restitution	102 261	123 272
Summa	6 569 745	6 129 862

Not 11 – Specifikation av förvaltningskostnad

Ersättning till Sjunde AP-fonden för förvaltning har betalats med 0,11% (0,12%) per år på det förvaltade kapitalet. Detta ger för helåret 2016 en förvaltningskostnad på **295 724 tkr (311 662 tkr)**.

I förvaltningskostnaden ingår ersättningar till Sjunde AP-fondens personal. Under 2016 har 23 personer erhållit fast ersättning. Inga rörliga ersättningar har utbetalats. Till särskilt reglerad personal har sammanlagt utbetalats:

- 11,729 tkr till den verkställande ledningen (4 personer),
- 3,337 tkr till anställda med ansvar för kontrollfunktioner (2 personer),
- 9,755 tkr till risktagare i förvaltningsverksamheten (6 personer).

Ytterligare information om Sjunde AP-fondens ersättningsystem finns i *Riktlinjer för ersättningar*, vilken finns tillgänglig på www.ap7.se.

AP7 Aktiefond | Årsberättelse 2016

Not 12 – Specifikation av övriga finansiella kostnader

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2016	2015
Premier aktieinlåning	-47 920	-40 163
Erlagd ersättning för utdelning vid inlåning av aktier	-126 042	-112 376
Räntekostnad	-3 838	0
Övriga finansiella kostnader	-12 716	-23 091
Summa	-190 516	-175 630

Not 13 – Specifikation av övriga kostnader

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2016	2015
Courtage	-32 802	-39 290
Transaktionsavgifter till BNY Mellon	-3 102	-3 744
Summa	-35 904	-43 034

Not 14 – Specifikation över de 10 största motparterna avseende värdepappersutlåning

Samtliga belopp i tusentals kronor

	Land	Avvecklingstyp	Öppen löptid
Credit Suisse Securities (Europe) Limited	Storbritannien	Trepartsavtal	
Credit Suisse Securities (USA) LLC	USA	Trepartsavtal	
Deutsche Bank AG	Tyskland	Trepartsavtal	
Goldman Sachs International	Storbritannien	Trepartsavtal	
Goldman, Sachs & Co	USA	Trepartsavtal	
HSBC Bank PLC	Storbritannien	Trepartsavtal	
JP Morgan Securities, PLC	Storbritannien	Trepartsavtal	
Merrill Lynch International	Storbritannien	Trepartsavtal	
UBS AG	Schweiz	Trepartsavtal	
UBS Securities LLC	USA	Trepartsavtal	
Total värdepappersutlåning 2016-12-31			8 328 171
% av omsättningsbara tillgångar			2,7
% av fondförmögenheten			2,6

Specifikation över de 10 största utfärdarna av säkerheter avseende värdepappersutlåning

Samtliga belopp i tusentals kronor

Statsobligationer	Valuta	Marknadsvärde	Löptid <1 dag	Löptid 1-7 dagar	Löptid 8-30 dagar	Löptid 1-3 mån	Löptid 4-12 mån	Löptid >1 år
Brittiska staten	GBP	3 345 397					33 309	3 312 088
Amerikanska staten	USD	3 128 977		33 309	61 875	669 619	372 471	1 991 703
Franska staten	EUR	1 565 562				25 531	260 863	1 304 699
Tyska staten	EUR	220 945					27 840	167 574
Holländska staten	EUR	196 724						196 724
Österrikiska staten	EUR	135 372				25 745	4 017	105 610
Kanadensiska staten	CAD	124 048				31 014		93 034
Schweiziska staten	CHF	18 095						18 095
Finska staten	EUR	14 269					14 202	67
Norska staten	NOK	8 808						8 808
Totalt marknadsvärde 10 största		8 758 197						

Säkerheterna återanvänds ej. Alla säkerheter förvaras på separat konto hos fondens depåbank, Bank of New York Mellon.

Not 15 – Specifikation över motparter avseende Total return swaps

Samtliga belopp i tusentals kronor

	Land	Avvecklingstyp	Löptid < 1 dag	Löptid 1-7 dagar	Löptid 8-30 dagar	Löptid 1-3 mån	Löptid 4-12 mån	Löptid > 1 år
Credit Suisse Securities (Europe) Limited	Storbritannien	Bilateralt				4 940 786	18 401 723	
Deutsche Bank AG	Tyskland	Bilateralt			3 684 142	17 838 281	5 159 031	
Goldman Sachs International	Storbritannien	Bilateralt					2 450 279	
JP Morgan Securities, PLC	Storbritannien	Bilateralt					10 446 372	
Merrill Lynch International	Storbritannien	Bilateralt					3 764 762	4 078 372
UBS AG	Schweiz	Bilateralt				280 593		
BNP Paribas	Frankrike	Bilateralt					10 898 723	
Total utestående nominell bruttovolym 2016-12-31								81 946 064
% av fondförmögenheten								26,0

Specifikation över utfärdarna av säkerheter avseende Total return swaps

Samtliga belopp i tusentals kronor

	Valuta	Marknadsvärde	Öppen löptid
Likvida medel	USD	196 658	196 658
Likvida medel	EUR	37 308	37 308
Totalt marknadsvärde		233 966	

Likvida medel återinvesteras i kortfristiga penningmarknadsfonder (STIF). Alla säkerheter förvaras på separata konton hos fondens depåbank, Bank of New York Mellon.

Not 16 – Specifikation över motparterna avseende värdepappersinlåning

Samtliga belopp i tusentals kronor

	Land	Avvecklingstyp	Öppen löptid
LUBS AG	Schweiz	Trepartsavtal	
SE Banken	Sverige	Trepartsavtal	
Nordea	Sverige	Trepartsavtal	
Total värdepappersinlåning 2016-12-31			4 540 508
% av omsättningsbara tillgångar			1,5
% av total fondförmögenhet			1,4

Specifikation över de 10 största lämnade säkerheter avseende värdepappersinlåning

Samtliga belopp i tusentals kronor

Aktier	Valuta	Marknadsvärde
McDonalds Corp	USD	617 559
Lilly Eli + Co	USD	542 617
Duke Energy Corp	USD	374 799
IBM	USD	374 799
Mastercard Inc A	USD	372 217
ConocoPhil Com	USD	368 689
Lowes Cos Inc	USD	330 690
Caterpillar Inc	USD	192 964
Syngenta AG	CHF	156 567
Novartis AG	CHF	156 144
Totalt marknadsvärde 10 största		3 487 045

Samtliga lämnade säkerheter avser öppen löptid. Alla säkerheter förvaras på separat konto hos fondens depåbank, Bank of New York Mellon.

AP7 Aktiefond | Årsberättelse 2016

Stockholm den 9 februari 2017



Bo Källstrand
Ordförande



Adine Grate Axén
Vice ordförande



Gunnar Andersson



Kerstin Hermansson



Tonika Hirdman



Mats Kinnwall



Patrik Tolf



Rose Marie Westman




Hellen Wohlin Lidgard




Richard Gröttheim
Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har avgivits den 9 februari 2017



Sussanne Sundväll
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen



Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Revisionsberättelse

För AP7 Aktiefond, org.nr 515602-3862

Rapport om årsberättelse

Uttalande

Vi har i egenskap av revisorer i Sjunde AP-fonden, organisationsnummer 802406-2302, utfört en revision av årsberättelsen för AP7 Aktiefond för år 2016.

Enligt vår uppfattning har årsberättelsen upprättats i enlighet med lagen om allmänna pensionsfonder samt Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersfonder och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av AP7 Aktiefonds finansiella ställning per den 31 december 2016 och av dess finansiella resultat för året.

Grund för uttalande

Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing (ISA) och god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt dessa standarder beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Sjunde AP-fonden enligt god revisionssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för vårt uttalande.

Sjunde AP-fondens ansvar för årsberättelsen

Det är Sjunde AP-fonden som har ansvaret för att årsberättelsen upprättas och att den ger en rättvisande bild enligt lagen om allmänna pensionsfonder samt Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersfonder. Sjunde AP-fonden ansvarar även för den interna kontroll som de bedömer är nödvändig för att upprätta en årsberättelse som inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

Revisorns ansvar

Våra mål är att uppnå en rimlig grad av säkerhet om huruvida årsberättelsen som helhet inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel, och att lämna en revisionsberättelse som innehåller våra uttalanden. Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men är ingen garanti för att en revision som utförs enligt ISA och god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka en väsentlig felaktighet om en sådan finns. Felaktigheter kan uppstå på grund av oegentligheter eller fel och anses vara väsentliga om de enskilt eller tillsammans rimligen kan förväntas påverka de ekonomiska beslut som användare fattar med grund i årsberättelsen.

Som del av en revision enligt ISA använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Dessutom:

■ identifierar och bedömer vi riskerna för väsentliga felaktigheter i årsberättelsen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel, utformar och utför granskningsåtgärder bland annat utifrån dessa risker och inhämtar revisionsbevis som är tillräckliga och ändamålsenliga för att utgöra en grund för våra uttalanden. Risken för att inte upptäcka en väsentlig felaktighet till följd av oegentligheter är högre än för en väsentlig felaktighet som beror på fel, eftersom oegentligheter kan innefatta agerande i maskopi, förfälskning, avsiktliga utelämnanden, felaktig information eller åsidosättande av intern kontroll.

■ skaffar vi oss en förståelse av den del av Sjunde AP-fondens interna kontroll som har betydelse för vår revision för att utforma granskningsåtgärder som är lämpliga med hänsyn till omständigheterna, men inte för att uttala oss om effektiviteten i den interna kontrollen.

■ utvärderar vi lämpligheten i de redovisningsprinciper som används och rimligheten i fondbolagets uppskattningar i redovisningen och tillhörande upplysningar.

■ utvärderar vi den övergripande presentationen, strukturen och innehållet i årsberättelsen, däribland upplysningarna, och om årsberättelsen återger de underliggande transaktionerna och händelserna på ett sätt som ger en rättvisande bild.

Vi måste informera Sjunde AP-fonden om bland annat revisionens planerade omfattning och inriktning samt tidpunkten för den. Vi måste också informera om betydelsefulla iakttagelser under revisionen, däribland de betydande brister i den interna kontrollen som vi identifierat.

Stockholm den 9 februari 2017



Sussanne Sundvall
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen



Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Årsberättelse 2016

AP7 Räntefond

Organisationsnummer 515602-3870

Förvaltningsberättelse

Placeringsinriktning

AP7 Räntefond är en viktig komponent för att skapa en livscykelprofil i förvalsalternativet AP7 Säfa och därmed en byggsten i det allmänna pensionssystemets premiepensions-sparande. Fonden ingår också i statens fond-portföljer. Mer information om dessa portföljer finns i årsredovisningen för Sjunde AP-fonden.

Målet för AP7 Räntefond är att avkastningen minst ska motsvara avkastningen för jämförelseindex (se förklaringar till nyckeltalen nedan).

Strategin är att placera fondens tillgångar i svenska ränterelaterade finansiella instrument med låg kreditrisk, så att den genomsnittliga räntebindningstiden normalt är två år.

AP7 Räntefond bedöms ha en låg risknivå.

Placeringar

AP7 Räntefond förvaltas i huvudsak passivt genom intern förvaltning, men får avvika från jämförelseindex inom ramen för beslutad tracking error limit. Det aktiva riskutrymmet ska användas till att bidra med finansiering av gröna projekt som uppfyller AP7:s kriterier för hållbarhet och lönsamhet. Detta ska primärt ske genom deltagande i nyemissioner av gröna obligationer emitterade i svenska kronor. Placeringarna i fonden utgörs för närvarande i huvudsak av svenska statsobligationer och svenska säkerställda obligationer. Den modifierade durationen (se under förklaringar till nyckeltalen) i portföljen var 1,9 % vid utgången av 2016.

Derivatinstrument

Derivatinstrument får enligt fondbestämmelserna användas som ett led i placeringsinriktningen. Under 2016 har inte denna möjlighet utnyttjats.

Väsentliga risker per balansdagen

Den enskilt största risken i förvaltningen av fonden utgörs av marknadsrisk, vilket innebär att stigande räntenivåer riskerar att påverka fondens avkastning negativt.

Resultatutveckling

Under 2016 var totalavkastningen för AP7 Räntefond 0,6 % (NAV-kursberäknad avkastning; se förklaring till nyckeltalen), vilket var 0,1 procentenheter sämre än jämförelseindex. Ränteutvecklingen under 2016 är en bidragande orsak till att avkastningen varit positiv.

Under 2016 har fonden tillförts 9,6 miljarder kronor genom att Pensionsmyndigheten placerat 2015 års pensionsrätter. Utflödet av kapital genom inlösen av andelar, främst på grund av att premiepensionssparare bytte till andra fonder, uppgick till 3,7 miljarder kronor.

Fondens tio största innehav i % av fondkapitalet vid utgången av år 2016

Svenska staten 1052	13,4
Swedbank Hypotek 187	10,3
Stadshypotek 1581	8,9
Nordea Hypotek 5529	8,7
Stadshypotek 1580	7,9
Nordea Hypotek 5530	7,5
Stadshypotek 1582	7,1
Swedbank Hypotek 188	6,3
SEB 571	5,9
SEB 572	5,9
Summa tio största innehav	81,9

AP7 Räntefond | Årsberättelse 2016

Nyckeltal

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010 ¹
Fondförmögenhet (Mkr)	28 120	22 083	17 532	12 689	8 872	6 657	6 034
Antal andelar (tusental)	250 280	197 823	158 315	117 791	83 793	64 649	60 605
Andelskurs (kr)	112,36	111,63	110,74	107,73	105,86	102,97	99,57
Avkastning²							
Total NAV-kursberäkning (%)	0,6	0,8	2,8	1,8	2,8	3,4	-0,5
Jämförelseindex (%)	0,7	0,9	2,9	1,9	3,0	5,2	-0,3
Genomsnittlig avkastning²							
2 år (%)	0,7	1,8	2,3	2,3	3,1	-	-
5 år (%)	1,8	2,3	-	-	-	-	-
Sedan fondstart (%)	1,8	2,0	2,2	2,1	2,2	-	-
Riskmått²							
Totalrisk fonden (%)	0,5	0,7	0,8	0,9	0,8	-	-
Totalrisk jämförelseindex (%)	0,5	0,6	0,8	0,9	0,7	-	-
Aktiv risk (%)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,6	-	-
Omsättningshastighet (%)	113,0	86,4	101,0	88,1	68,2	100,9	97,5
Modifierad duration (%)	2,0	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	1,8
Avgifter							
Förvaltningsavgift (%)	0,04	0,05	0,05	0,08	0,09	0,09	0,09
Årlig avgift (%)	0,04	0,05	0,05	0,08	0,09	0,09	0,09
Avgift insättning/uttag	Inga	Inga	Inga	Inga	Inga	Inga	Inga
Transaktionskostnader							
Totalt (Tkr)	54	24	10	9	9	7	18
Andel av omsättning (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Engångsinsättning 10 000kr (kr)	4,0	5,0	5,1	8,1	9,2	9,1	5,5

¹ Perioden för avkastningsberäkningarna 2010 startade den 24 maj 2010, när kapital från de avvecklade fonderna Premiesparfonden och Premievälfonden hade överförts till AP7 Räntefond. Stängningskursberäkning 2010 utgår ifrån stängning den 24 maj. NAV-kursberäkning avkastning utgår ifrån stängning den 21 maj.

² Risk- och avkastningsmått är baserade på två års historisk månadsavkastning och beräknas i enlighet med Fondbolagens Förenings riktlinjer. För närmare information se www.fondbolagen.se.

Förvaltningsavgift

AP7 Räntefond betalar sista dagen i varje månad en förvaltningsavgift till Sjunde AP-fonden. Avgiften beräknas dagligen med 1/365-del av fondens värde och täcker kostnader för bland annat förvaltning, administration, redovisning, revision, förvaring av värdepapper, information och tillsyn. Under 2016 uppgick avgiften till 0,04 % per år av fondens förmögenhet. Transaktionskostnader såsom avgifter till depåbanker för värdepappers-transaktioner belastar AP7 Räntefond direkt och ingår inte i förvaltningsavgiften.

Förklaringar till nyckeltalen

Avkastnings- och riskberäkningar: AP7 Räntefonds avkastning och risk beräknas på fondens NAV-kurs (Net Asset Value), som används vid köp och lösösa av andelar. Denna metod innebär att avkastningen redovisas efter avdrag av den förvaltningsavgift som AP7 Räntefond betalar till Sjunde AP-fonden. Vid NAV-kursvärderingen används de priser på fondens tillgångar som gäller kl. 16.00 svensk tid.

Modifierad duration: Anger den procentuella förändringen i pris om marknadsräntan går upp med en procentenhet.

Jämförelseindex: Handelsbankens ränteindex HMT 74, som utgörs av svenska statsobligationer och säkerställda obligationer med en genomsnittlig duration av två år.

Totalrisk (standardavvikelse): Ett mått på hur mycket andelsvärdet har varierat under en viss period. Stora variationer i andelsvärdet innebär oftast en högre risk men också chans till bättre värdetillväxt. Måttet baseras på fondandelarnas och index utveckling under de senaste två åren.

Aktiv risk: Ett mått på hur mycket en fonds andelsvärde varierat jämfört med sitt jämförelseindex. En hög aktiv risk innebär att fondens placeringar avviker mycket från jämförelseindex under perioden. Avkastningen för en portfölj med hög aktiv risk kan vara avsevärt större eller mindre än avkastningen för index. Måttet baseras på fondandelarnas och index utveckling under de senaste två åren.

Omsättningshastighet: Mäter hur många gånger värdepapper som har köpts eller sålts i förhållande till fondförmögenheten. Beräknas genom att det lägsta värdet av summa köpta eller summa sålda värdepapper under perioden divideras med den genomsnittliga fondförmögenheten och anges i procent.

Årlig avgift (%): Avser fondens förvaltningsavgift, inklusive transaktionskostnader, som belastat fonden under de senaste 12-månaderna, uttryckt i procent av fondförmögenheten. Den årliga avgiften beräknas enligt "CESR's guidelines on the methodology for calculation of the ongoing charges figure in the Key Investor Information Document". För närmare information se www.esma.europa.eu/system/files/10_674.pdf

Transaktionskostnad: Transaktionsavgifter till depåbank.

Kostnad för engångsinsättning, 10 000 kr: Förvaltnings-kostnad enligt resultaträkningen i kronor som under året är hänförlig till ett andelsinnehav som vid årets ingång uppgick till 10 000 kronor och som behållits i fonden hela året.

AP7 Räntefond | Årsberättelse 2016

Balansräkning

Samtliga belopp i tusentals kronor

Not	2016-12-31		2015-12-31	
		%		%
Tillgångar				
1 Överlåtbara värdepapper	28 081 969	99,9	22 078 580	100,0
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde	28 081 969	99,9	22 078 580	100,0
Bankmedel och övriga likvida medel	41 250	0,1	4 871	0,0
Summa tillgångar	28 123 219	100,0	22 083 451	100,0
Skulder				
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	895	0,0	876	0,0
Övriga skulder	1 872	0,0	0	0,0
Summa Skulder	2 767	0,0	876	0,0
2 Fondförmögenhet	28 120 452	100,0	22 082 575	100,0
Poster inom linjen		Inga		Inga

Som särskild bilaga finns en innehavsförteckning för samtliga finansiella instrument.

Resultaträkning

Samtliga belopp i tusentals kronor

Not	2016	2015
Intäkter och värdeförändring		
3 Värdeförändring på överlåtbara värdepapper	-551 742	-488 848
4 Ränteintäkter	707 068	634 209
Summa Intäkter och värdeförändring	155 236	145 361
Kostnader		
5 Förvaltningskostnader	-9 499	-9 115
6 Övriga kostnader	-61	-24
Summa Kostnader	-9 560	-9 139
Periodens resultat	145 766	136 222

Redovisningsprinciper

Årsberättelsen för fonden har upprättats enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder och Finansinspektionens föreskrifter (2013:9) om värdepappersfonder.

Samtliga finansiella instrument värderas till verkligt värde kl. 16.00 den sista handelsdagen under redovisningsperioden. Det innebär

att ränterelaterade värdepapper värderas till senaste betalkurs. Vid beräkning av realisationsvinster och realisationsförluster används genomsnittsmetoden.

Skatt

AP7 Räntefond är inte skattskyldig i Sverige.

AP7 Räntefond | Årsberättelse 2016

Not 1 – Överlåtbara värdepapper

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2016-12-31		2015-12-31	
		%		%
Överlåtbara värdepapper	28 081 969	99,9	22 078 580	100,0
Summa Överlåtbara värdepapper	28 081 969	99,9	22 078 580	100,0

Not 2 – Förändring av fondförmögenhet

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2016-01-01	2015-01-01
	-2016-12-31	-2015-12-31
Fondförmögenhet vid periodens början	22 082 575	17 532 195
Andelsutgivning	9 612 308	5 749 871
Andelsinlösen	-3 720 197	-1 335 713
Periodens resultat enligt resultaträkning	145 766	136 222
Fondförmögenhet vid periodens slut	28 120 452	22 082 575

Not 3 – Specifikation av värdeförändring på överlåtbara värdepapper

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2016	2015
Realiserat kursresultat	-542 729	-219 196
Orealiserat kursresultat	-9 013	-269 652
Summa	-551 742	-488 848

Not 6 – Specifikation av övriga kostnader

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2016	2015
Transaktionsavgifter till BNY Mellon	-54	-24
Räntekostnad	-7	0
Summa	-61	-24

Not 4 – Specifikation av ränteintäkter

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2016	2015
Obligationer	707 014	633 833
Korta ränteplaceringar	-316	17
Ränta repor	-370	359
Summa	707 068	634 209

Not 5 – Specifikation av förvaltningskostnad

Ersättning till Sjunde AP-fonden för förvaltning har betalats med 0,04 % (0,05 %) per år på det förvaltade kapitalet. Detta ger för helåret 2016 en förvaltningskostnad på **9 499 tkr (9 115 tkr)**. I avgiften ingår ersättning till förvaringsinstitut för depåförvaring samt ersättning till Finansinspektionen för tillsyn.

I förvaltningskostnaden ingår ersättningar till Sjunde AP-fondens personal. Under 2016 har 23 personer erhållit fast ersättning. Inga rörliga ersättningar har utbetalats. Till särskilt reglerad personal har sammanlagt utbetalats:

- 11.729 tkr till den verkställande ledningen (4 personer),
- 3.337 tkr till anställda med ansvar för kontrollfunktioner (2 personer),
- 9.755 tkr till risktagare i förvaltningsverksamheten (6 personer).

Ytterligare information om Sjunde AP-fondens ersättningssystem finns i *Riktlinjer för ersättningar*, vilken finns tillgänglig på www.ap7.se.

AP7 Räntefond | Årsberättelse 2016

Stockholm den 9 februari 2017



Bo Källstrand
Ordförande



Adine Grate Axén
Vice ordförande



Gunnar Andersson



Kerstin Hermansson



Tonika Hirdman



Mats Kinnwall



Patrik Tolf



Rose Marie Westman



Hellen Wohlin Lidgard




Richard Gröttheim
Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har avgivits den 9 februari 2017



Sussanne Sundvall
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen



Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Revisionsberättelse

För AP7 Räntefond, org.nr 515602-3870

Rapport om årsberättelse

Uttalande

Vi har i egenskap av revisorer i Sjunde AP-fonden, organisationsnummer 802406-2302, utfört en revision av årsberättelsen för AP7 Räntefond för år 2016.

Enligt vår uppfattning har årsberättelsen upprättats i enlighet med lagen om allmänna pensionsfonder samt Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersfonder och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av AP7 Räntefonds finansiella ställning per den 31 december 2016 och av dess finansiella resultat för året.

Grund för uttalande

Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing (ISA) och god revisionssed i Sverige. Vårt ansvar enligt dessa standarder beskrivs närmare i avsnittet Revisorns ansvar. Vi är oberoende i förhållande till Sjunde AP-fonden enligt god revisionssed i Sverige och har i övrigt fullgjort vårt yrkesetiska ansvar enligt dessa krav.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för vårt uttalande.

Sjunde AP-fondens ansvar för årsberättelsen

Det är Sjunde AP-fonden som har ansvaret för att årsberättelsen upprättas och att den ger en rättvisande bild enligt lagen om allmänna pensionsfonder samt Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersfonder. Sjunde AP-fonden ansvarar även för den interna kontroll som de bedömer är nödvändig för att upprätta en årsberättelse som inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

Revisorns ansvar

Våra mål är att uppnå en rimlig grad av säkerhet om huruvida årsberättelsen som helhet inte innehåller några väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel, och att lämna en revisionsberättelse som innehåller våra uttalanden. Rimlig säkerhet är en hög grad av säkerhet, men är ingen garanti för att en revision som utförs enligt ISA och god revisionssed i Sverige alltid kommer att upptäcka en väsentlig felaktighet om en sådan finns. Felaktigheter kan uppstå på grund av oegentligheter eller fel och anses vara väsentliga om de enskilt eller tillsammans rimligen kan förväntas påverka de ekonomiska beslut som användare fattar med grund i årsberättelsen.

Som del av en revision enligt ISA använder vi professionellt omdöme och har en professionellt skeptisk inställning under hela revisionen. Dessutom:

- identifierar och bedömer vi riskerna för väsentliga felaktigheter i årsberättelsen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel, utformar och utför granskningsåtgärder bland annat utifrån dessa risker och inhämtar revisionsbevis som är tillräckliga och ändamålsenliga för att utgöra en grund för våra uttalanden. Risken för att inte upptäcka en väsentlig felaktighet till följd av oegentligheter är högre än för en väsentlig felaktighet som beror på fel, eftersom oegentligheter kan innefatta agerande i maskopi, förfälskning, avsiktliga utelämnanden, felaktig information eller åsidosättande av intern kontroll.
- skaffar vi oss en förståelse av den del av Sjunde AP-fondens interna kontroll som har betydelse för vår revision för att utforma granskningsåtgärder som är lämpliga med hänsyn till omständigheterna, men inte för att uttala oss om effektiviteten i den interna kontrollen.
- utvärderar vi lämpligheten i de redovisningsprinciper som används och rimligheten i fondbolagets uppskattningar i redovisningen och tillhörande upplysningar.
- utvärderar vi den övergripande presentationen, strukturen och innehållet i årsberättelsen, däribland upplysningarna, och om årsberättelsen återger de underliggande transaktionerna och händelserna på ett sätt som ger en rättvisande bild.

Vi måste informera Sjunde AP-fonden om bland annat revisionens planerade omfattning och inriktning samt tidpunkten för den. Vi måste också informera om betydelsefulla iakttagelser under revisionen, däribland de betydande brister i den interna kontrollen som vi identifierat.

Stockholm den 9 februari 2017

Sussaline Sundvall
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Peter Nilsson
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2016

FINANSDEPARTEMENTET

15 mars 2017

Innehållsförteckning

1. Sammanfattning och rekommendationer	1
2. Angreppssätt för utvärderingen	21
3. AP-fondernas roll, utveckling och omvärld 2001-2016	23
4. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden	33
5. Grundläggande utvärdering av Andra AP-fonden.....	41
6. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden	49
7. Grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fonden	58
8. Grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fonden	66
9. Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden	73
10. Introduktion till fördjupningsområden.....	80
11. Fördjupningsområde kring Första till Fjärde AP- fondernas arbete med alternativa investeringar	83
12. Fördjupningsområde kring Första till Fjärde AP- fondernas kostnader	96

1. Sammanfattning och rekommendationer

Det här kapitlet sammanfattar först den grundläggande utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2016 i tre avsnitt: Första till Fjärde AP-fonderna, Sjätte AP-fonden och Sjunde AP-fonden. Därefter följer en sammanfattning av fördjupningsområdena kring AP-fondernas investeringar i alternativa investeringar och fondernas kostnader. I slutet av kapitlet presenteras baserat på utvärderingen ett antal rekommendationer som bedöms viktiga för att fortsatt utveckla fondernas verksamhet.

FÖRSTA TILL FJÄRDE AP-FONDERNA 2001¹–2016

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

Alternativa investeringar, tillväxtmarknader och samarbete i fokus 2016. Under 2016 har fonderna fortsatt att utveckla sina förvaltningsmodeller och investeringsstrategier och samtliga fonder har genomfört viktiga förändringar (bild 1). Några gemensamma teman är fortsatt ökat fokus på alternativa tillgångar, ökade investeringar i aktier i tillväxtmarknader samt fortsatt arbete med integration av hållbarhet i förvaltningen. Utöver detta har Första till Fjärde AP-fonderna etablerat ett samverkansråd för utökat samarbete mellan fonderna.

Första till Fjärde AP-fondernas investeringar i alternativa tillgångar har ökat från 21 % av totalt förvaltat vid utgången av 2015 till 22 %³ vid utgången av 2016, med ökning i alla fonder förutom Andra AP-fonden. Ökningarna i Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna har främst drivits av ökade investeringar i fastigheter och infrastruktur samt högavkastande krediter (så kallade high-yield obligationer).

Samtliga fonder har arbetat aktivt för att utveckla sitt hållbarhetsarbete genom bland annat ökade investeringar i gröna obligationer⁴ och investeringar i infrastruktur för

¹ Avser 1 juli 2001.

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

³ Kan skilja sig andra andelar alternativa investeringar i materialet beroende på om analysen görs baserat på genomsnittligt kapital eller utgående kapital, samt om underlaget är baserat på den grundläggande utvärderingen eller årets fördjupning (mer detaljerad). Här är talet baserat på utgående balans och definition enligt grundläggande utvärdering.

⁴ En grön obligation är en obligation där intäkterna investeras i projekt som är miljövänliga, t.ex. i projekt som bidrar till åtgärder för klimatet.

vattenrening. Utöver detta arrangerade Etikrådet⁵ ett seminarium om skatt och hållbarhet för svenska bolag och investerare.

Fonderna har också etablerat ett samverkansråd. Samverkansrådet har till uppgift att identifiera och främja nya samarbetsområden utöver de som finns idag genom exempelvis Etikrådet. Ett resultat av det ökade samarbetet är fondernas gemensamma upphandling av internrevisionstjänster under 2016.

Bild 1

Viktiga händelser under 2016 för Första till Fjärde AP-fonderna

AP1	<ul style="list-style-type: none">Faktiska tillgångsallokering till aktier och räntor minskade med -1 p.e. till 38 % respektive -1 p.e. till 32 %. Alternativa investeringar ökade med +1 p.e. till 30 %Investerade i preferensaktier i Volvo Cars till ett värde av 1,5 sek miljarder. Vid eventuell börsnotering konverterar aktierna till B-aktierFonden överskred 5 %-gränsen för investeringar i onoterade bolag, en handlingsplan togs fram och innehav avyttrades under åretFörvaltningskostnaderna minskade under året från 0,17 % till 0,15 % av kapitalet till följd av besparingar inom den externa förvaltningenFortsatt fokus på hållbarhet genom, bland annat, investeringar i vattenrening och ett nytt externt mandat för aktieförvaltning inriktat på resurseffektiva bolag med låg volatilitetOrganisatoriska förändringar med bland annat ny ledningsgrupp med en majoritet kvinnorImplementering av nytt risksystem
AP2	<ul style="list-style-type: none">Strategiskt skifte från svenska räntebärande tillgångar med -3 p.e. och globala aktier i utvecklade marknader med -1,5 p.e., till utländska krediter med +3,5 p.e. och fastigheter (inkl. jordbruks- och skogsfastigheter)Lägre faktisk exponering mot Sverige i syfte att minska känsligheten mot svenska aktie- och räntemarknaden genom, bland annat, försäljning av Norrporten och ökad exponering mot utländska krediterFonden överskred under året 5 %-gränsen för onoterade bolag, varför innehav såldes av i två steg under 2016Internaliseringsarbetet stufades under året och kostnaden sänktes från 0,18 % till 0,15 % av kapitaletFortsatt fokus på hållbarhet genom implementering av ESG-faktorer (Environmental, Social and Governance) och, bland annat, investeringar i gröna obligationer och Women's entrepreneur debt fund samt avinvesteringar från 29 bolag verksamma inom fossil energi
AP3	<ul style="list-style-type: none">Faktisk exponering mot riskklassen Räntor minskade med -4 p.e., medan exponering mot Inflation ökade med 2 p.e., främst drivet av fastigheter, och Krediter ökade med +2 p.e.Ökat hållbarhetsfokus genom bl.a. ökade investeringar i gröna obligationer och vattenrening samt initiativ för hållbar aktivitet i tillväxtmarknaderOrganisatoriska förändringar har gjorts inom kapitalförvaltningen genom inrättandet av gruppen Portföljstrategi med en ny Chief Portfolio Risk Manager, samt inom risk och compliance genom ny Compliance Officer och ny chef för Riskkontroll och AvkastningsanalysInternalisering av kvantitativ portföljförvaltning för ökad kontroll och minskade kostnaderNy lokal med planerad flytt i mars 2017 för att effektivisera arbetssätt och spara kostnaderFonden agerade värd för IPC 2016 (International Pensions Conference, ett nätverk av framstående internationella pensionsfonder)
AP4	<ul style="list-style-type: none">Faktisk allokering mot räntebärande tillgångar minskade med cirka -2 p.e., samtidigt ökade exponeringen mot fastigheter med +1 p.e. och aktier i tillväxtmarknader med +1 p.e.Fortsatt stort fokus på hållbarhet och klimat genom, bland annat, försäljning av tobaksinnehav, investeringar i gröna obligationer, initiativ i FN:s hållbarhetsmål samt utvärdering av bolags CO2-utsläpp och användning av antibiotikaAktiva genom externa presentationer om AP4:s lågkoldioxidstrategier och gröna obligationer och seminarium om skatt och hållbarhetNy VD och ordförande samt ny separat compliancefunktionAP4 driver genom AP4-Universitet proaktivt arbete gentemot studenter genom uppsatsarbete och praktikNy VD har påbörjat förändringsarbete avseende fondens strategi, detta inkluderar att se över investeringsstruktur och organisationAP4 beslutade under året om flytt till mindre lokaler för att spara kostnader

KÄLLA: AP-fonderna; intervjuer; årsredovisningar; hemsidor; McKinsey-analys

Samtliga fonder har nått sina långsiktiga mål. En utvärdering av fondernas genomsnittliga årliga avkastning efter kostnader visar att samtliga fonder har uppnått sina långsiktiga avkastningsmål sedan starten 2001 och under den senaste femårsperioden. Även under den senaste tioårsperioden har alla fonderna förutom Andra AP-fonden uppnått sina långsiktiga avkastningsmål (bild 2).⁶ Det är dock viktigt att notera att Andra AP-fonden haft ett högre avkastningsmål än de övriga fonderna under den senaste

⁵ Etikrådet är ett samarbete mellan Första till Fjärde AP-fonderna som arbetar för att bidra till långsiktig avkastning genom att påverka bolag till ansvarsfullt företagande rörande miljö och sociala frågor.

⁶ Fonderna har enligt uppdrag utvärderats sedan start, över den senaste tioårsperioden samt över den senaste femårsperioden (det är värt att notera att fondernas långsiktiga avkastningsmål ej är definierade enligt dessa tidshorisonter).

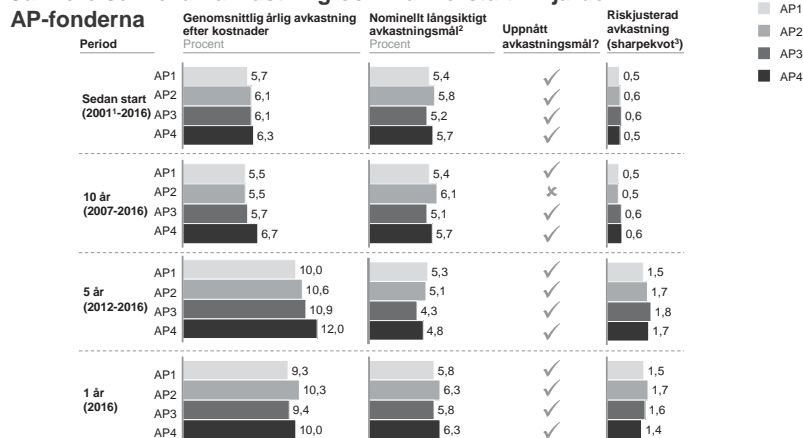
tioårsperioden. Fjärde AP-fonden har haft högst genomsnittlig årlig avkastning sedan starten (6,3 %), under den senaste tioårsperioden (6,7 %) samt under senaste femårsperioden (12,0 %). Andra AP-fonden hade högst avkastning 2016 (10,3 %). Första AP-fonden har haft lägst genomsnittlig årlig avkastning sedan starten 2001 (5,7 % per år), under den senaste femårsperioden (10,0 %) och 2016 (9,3 %). Under den senaste tioårsperioden hade Första AP-fonden tillsammans med Andra AP-fonden lägst avkastning (5,5 %).

Total avkastning 2016 blev jämn och högre än tidigare års genomsnittliga avkastning. Totalt sett var genomsnittet av Första till Fjärde AP-fondernas avkastning 2016 9,8 % vilket är högre än den genomsnittliga årliga avkastningen sedan starten 2001 (6,0 % per år⁷). Skillnaderna mellan fondernas avkastning var bland de lägsta sedan starten, där den fond med lägst avkastning (9,3 %) var 1 procentenhet lägre än den fond som uppvisade högst avkastning (10,3 %). Första AP-fonden nådde en avkastning på 9,3 %, Andra AP-fonden 10,3 %, Tredje AP-fonden 9,4 % och Fjärde AP-fonden 10,0 %.

Bild 2

FÖRSTA TILL FJÄRDE AP-FONDERNA

Jämförelse mellan avkastning och mål Första till Fjärde



Not: Riskjusterad avkastning (sharpekvot) kan skilja sig från redovisade värden då olika riskfria räntor har använts i beräkningarna 1 1 juli 2001

2 AP-fondernas långsiktiga målsättning skiljer sig över tidsperioderna. AP1 har som målsättning att nå en real avkastning på 4,0 % sedan 2015, mellan 2001-14 var målsättningen 5,5 % nominellt. AP2 har som målsättning att nå en real avkastning på 4,5 % sedan 2015, mellan 2001-04 var målsättningen 4 % realt, 2005-14 5 % realt. Mellan 2001-2008 omfattade målsättningen den noterade andelen (96 %) av portföljen för AP2. AP3 har som målsättning att nå en real avkastning på 4,0 %. AP4 har som målsättning att nå en real avkastning på 4,5 %.

3 Avser sharpekvoten för totalportföljen. Liknande mönster för AP1-4 kan utläsas i jämförelser av likvidportföljers sharpekvot

KÄLLA: Första till Fjärde AP-Fonden; McKinsey-analys

McKinsey & Company 4

⁷ 1 januari 2001.

Valutor och aktier bidrog till hög avkastning 2016. Andra AP-fonden hade framförallt ett större bidrag från valutaeffekter (omkring +3 procentenheters bidrag jämfört med omkring +1-2 procentenheters bidrag för de övriga fonderna⁸). Detta drevs av en högre exponering mot utländska valutor och den relativa försvagningen av svenska kronan under året, och räntor (omkring +3 procentenheter), drivet av hög avkastning från räntebärande tillgångar i tillväxtmarknader. Fjärde AP-fonden hade framförallt ett större bidrag från aktier (omkring +5 procentenheter jämfört med omkring +3-4 procentenheter för Första och Tredje AP-fonderna), ett resultat av en högre allokering till aktier jämfört med Första till Tredje AP-fonderna, i kombination med en stark utveckling på aktiemarknaden.

Avkastningen speglar riskprofilen. I utvärderingen analyseras också den risk fonderna tar på marknaden genom sina val av investeringar, den så kallade marknadsrisken⁹. Ett sätt att bedöma marknadsrisken är att mäta den riskjusterade avkastningen med sharpekvot¹⁰. Denna beräkning försvåras av att fonderna har olika andel noterade tillgångar i portföljen. Sådana värderas inte dagligen som noterade tillgångar och de drar därmed ner portföljens volatilitet. Fondernas sharpekvoter har därför beräknats både för fondernas totalportföljer och likvidportföljer. Den sistnämnda består endast av noterade tillgångar med dagliga värderingar.

En analys av fondernas riskjusterade avkastning över tid visar att de ovan nämnda skillnaderna i avkastning till stor del motsvaras av skillnader i fondernas riskprofil. Det här innebär att skillnaderna mellan fondernas riskjusterade avkastning är små över längre tidsperioder. Samtliga fyra fonder hade en sharpekvot på 0,5-0,6 per år för totalportföljen sedan starten 2001, 0,5-0,6 per år den senaste tioårsperioden och 1,5-1,8 per år den senaste femårsperioden.

Hög riskjusterad avkastning 2012-2016. Den höga genomsnittliga riskjusterade avkastningen, mätt som sharpekvot, under den senaste femårsperioden förklaras av att åren mellan 2012 och 2016 har varit starka år för fonderna sett ur ett historiskt perspektiv. Under 2016 hade alla AP-fonder en hög riskjusterad avkastning som varierade mellan 1,4

⁸ Under 2016 har Första till Fjärde AP-fonderna haft en hög valutaexponering (18-31 %) jämfört med tidigare år men i linje med 2015. Samtliga fonder har positivt nettobidrag på SEK 4-9 miljarder 2016. Notera att fonderna redovisar effekterna från valutaexponeringar på något olika sätt. Första till Tredje AP-fonderna redovisar valutaeffekterna separat medan Andra AP-fonden inkluderar effekterna per tillgångsslag och nettoresultatet (efter kostnader) för valutasäkringen separat. Andra AP-fonden har dock förtydligt nettoeffekten av dessa så siffran blir jämförbar med övriga fonder.

⁹ Definieras som risken att värdet på en tillgång förändras drivet av förändringar i värderingen av de underliggande tillgångarna. Fondernas utsätter sig också för andra risker, till exempel motpartsrisker, operationella risker och systemrisk.

¹⁰ Sharpekvoten beräknas som skillnaden mellan fondens avkastning och den riskfria räntan dividerat med fondens volatilitet. De beräknade sharpekvoterna i den här rapporten kan avvika från fondernas egna redovisade värden på grund av olika definitioner av riskfri ränta åren 2001-2013. Sedan 2014 har fonderna och McKinsey använt en gemensam definition av riskfri ränta (YCGT0021, 2016 -0,499%). Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel 2001-10 och 2-årig svensk statsobligation 2011-16, samt antagande om 260 handelsdagar.

för Fjärde AP-fonden och 1,7 för Andra AP-fonden. För 2016 hade Första och Tredje AP-fonden en riskjusterad avkastning på 1,5 respektive 1,6.

Samtliga fonder har högre avkastning till en lägre risk jämfört med den senaste 10 årsperioden. Ett annat vedertaget riskmått är Value at Risk (VaR), som anger den maximala förlust som en portfölj riskerar att göra under en dag¹¹. Samma utmaning vad gäller beräkning av sharpekvot för onoterade tillgångar gäller även för VaR. För onoterade tillgångar finns inga marknadsnoteringar, utan marknadsvärden uppskattas med relativt låg frekvens, vilket kan innebära att den verkliga risken underskattas. Med anledning av detta har VaR för fonderna i utvärderingen beräknats utifrån en gemensam metodik och på två olika portföljer: en totalportfölj som inkluderar samtliga tillgångar och en likvidportfölj som exkluderar onoterade innehav.

En analys av fondernas årliga avkastning i relation till VaR visar att Fjärde AP-fondens högre avkastning i totalportföljen delvis har skapats genom att ta en högre risk uttryckt som VaR (bild 3). Under den senaste femårsperioden har skillnaderna i VaR varit små mellan fonderna, och samtliga fonder har lägre VaR i relation till avkastning jämfört med den senaste tioårsperioden. Det är viktigt att notera att detta inte enbart är ett resultat av fondernas förvaltningsarbete, utan även att aktiemarknaden generellt haft en hög avkastning under de senaste fem åren, samt att åren 2007-2012 inkluderade finanskrisen 2007-2008, vilket bidragit till ökad volatilitet och VaR över den senaste tioårsperioden.

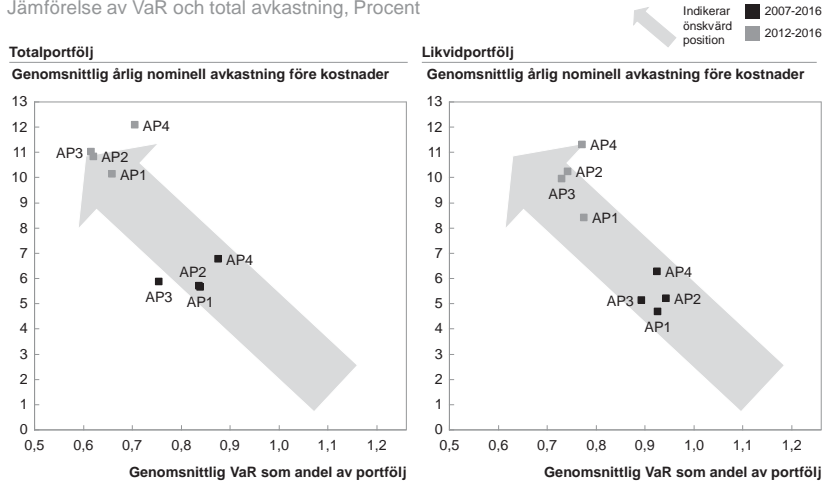
Även om volatilitet och VaR är vedertagna riskmått finns en debatt kring huruvida måtten är relevanta för en pensionsfond med lång tidshorisont och utan solvenskrav.

¹¹ Med 95 % sannolikhet. VaR drivs huvudsakligen av volatiliteten i marknaden, korrelationen mellan tillgångsslagen och positionsförändringarna i portföljen.

Bild 3

Jämförelse mellan risk och avkastning för Första till Fjärde AP-fonderna

Jämförelse av VaR och total avkastning, Procent



Not: Value at Risk (VaR) är ett riskmått som med 95 % sannolikhet anger en portföljs maximala förlust under en specifik tidsperiod. VaR har uppskattats ex-post på daglig basis baserat på 1 års rullande avkastningshistorik (i procent) med antagande om 260 handelsdagar per år. Det genomsnittliga värdet för VaR över tidsperioder beräknas som genomsnittet av dagliga värden under tidsperioden. En enhetlig definition av Value at Risk har använts tvärs AP1-4

KÄLLA: Första till Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

Olika förvaltningsmodeller ger olika definitioner av aktiv avkastning. Första till Fjärde AP-fonderna har över tid utvecklat sina förvaltningsmodeller. Som följd av detta definierar och arbetar fonderna idag på olika sätt med aktiv förvaltning, vilket försvårar historiska jämförelser av aktiv avkastning samt jämförelser mellan fonderna. Flera av fonderna definierar idag aktiv avkastning som meravkastning från totalportföljen jämfört med sina respektive jämförelseportföljer. I denna rapport används olika definitioner av aktiv avkastning för respektive fond, vilka kan skilja sig från hur vissa av fonderna själva idag definierar aktiv avkastning. Resultaten från fondernas aktiva förvaltning presenteras mer detaljerat i kapitel 4-7 om respektive fond.

Utländska aktier, tillväxtmarknader och alternativa investeringar ökar. Första till Fjärde AP-fondernas aggregerade faktiska tillgångsallokering¹² har förändrats över tid sedan starten 2001. Andelen svenska aktier har successivt minskat från 19 % år 2001 till 13 % under 2016 (bild 4). Fonderna har inom utländska aktier ökat andelen aktier i tillväxtmarknader successivt. Fonderna har också ökat sin exponering väsentligt mot

¹² Den årliga aggregerade allokeringen för AP1-AP4 (till vänster i bild 4) illustrerar den genomsnittliga allokeringen under respektive år. I allokeringen per fond (till höger i bild 4) illustreras allokeringen per den 31 december 2016.

alternativa investeringar från 3 % av det förvaltade kapitalet 2001 till 21 %¹³ 2016 och minskat allokeringen till räntebärande tillgångar från 38 % till 33 %.

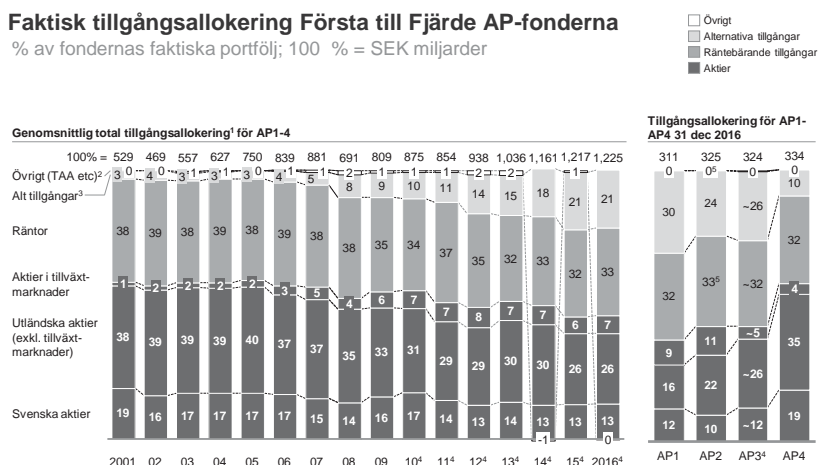
Fortsatt övervikt i Sverige. Fondernas aktieallokering skiljer sig från den globala aktiemarknaden, med övervikt i Sverige och undervikt i övriga globala marknader (en så kallad "home bias" som beskrivs i kapitel 3 i årets utvärdering).

Det är värt att notera att den faktiska allokeringen över tid illustrerad nedan beskriver fondernas genomsnittliga allokering under året (bild 4). Vidare i rapporten illustreras den faktiska allokeringen per fond per den 31 december för varje år.

Bild 4

Faktisk tillgångsallokering Första till Fjärde AP-fonderna

% av fondernas faktiska portfölj; 100 % = SEK miljarder



1 Årlig genomsnittlig tillgångsallokering
2 Övertillmandat; TAA, etc.
3 Alternativa tillgångar omfattar fastigheter, private equity, hedgefonder, konvertibler, jordbruk, infrastruktur mm.
4 Tillgångsallokeringen för AP3 2010-16 är indikativ då en exakt konvertering av riskklasser till tillgångsklasser ej kan göras
5 Tillgångsklassen "Övrigt" inkluderar ränteterminer motsvarande 1,7 % av totala tillgångar under 2015. Enligt AP2s definition inkluderas dessa i tillgångsklassen "Räntor"

KÄLLA: AP-fonderna; McKinsey-analys

McKinsey & Company 6

Alternativa investeringar ökar men begränsas av regelverket. Under 2016 fortsatte fonderna att öka sin allokering till alternativa investeringar, och per den 31 december 2016 uppgick alternativa investeringar till 22 %¹⁴ av det totala kapitalet. Fonderna begränsas dock av sina placeringsregler, som bland annat reglerar hur mycket fonderna får investera i onoterade aktier (maximalt 5 % av det investerade kapitalet) och minst

¹³ Baserat på genomsnittligt innehav under året för Första till Fjärde AP-fonderna.

¹⁴ Baserat på utgående kapitalets balans för Första till Fjärde AP-fonderna.

30% räntebärande tillgångar. För investeringar i fastigheter finns inga begränsningar, och fonderna har kontinuerligt ökat sina innehav i sådana tillgångar.

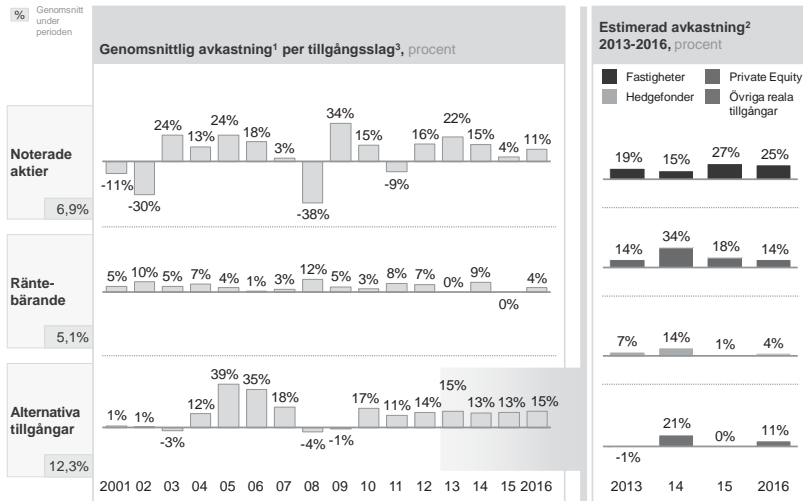
Fjärde AP-fonden högst andel aktier. En jämförelse vid utgången av 2016 visar på stora skillnader mellan de individuella fondernas tillgångsallokering. Fjärde AP-fonden skiljer sig mest från de övriga tre fonderna. Fjärde AP-fonden hade den 31 december 2016 59 % av kapitalet investerat i noterade aktier, varav 19 % i noterade svenska aktier, vilket är väsentligt högre än de andra fonderna. Som jämförelse har de tre andra fonderna mellan 38 % och 43 % av kapitalet investerat i noterade aktier, varav 10-12 % i noterade svenska aktier.

Första AP-fonden högst andel alternativa investeringar. Det finns idag även viktiga skillnader vad gäller fondernas allokering till alternativa tillgångar, där Första AP-fonden har högst andel med omkring 30 % medan Fjärde AP-fonden har lägst andel med 10 %. Det är värt att notera att Tredje AP-fonden från och med 2010 baserar sin allokering på riskklasser istället för tillgångsklasser, varför angiven tillgångsallokering för fonden är approximativ.

Olika tillgångsslag har olika avkastnings- och riskprofiler. Första till Fjärde AP-fondernas skifte sedan 2001 mot en mer diversifierad portfölj innebär att fonderna får avkastning från fler olika typer av tillgångsslag med olika risk- och avkastningsprofiler. Aktier har till exempel i genomsnitt haft en högre avkastning än räntebärande tillgångar, men har också en högre volatilitet med många år av hög avkastning, men även år av negativ avkastning såsom 2002, 2008 samt 2011 (bild 5). Räntebärande tillgångar har en lägre volatilitet och lägre korrelation med aktiemarknaden, exempelvis hade räntor högre avkastning under krisåren när aktier hade negativ avkastning. Alternativa investeringar kompletterar dessa två tillgångsslag med flera avkastnings- och riskprofiler. De senaste åren har alternativa investeringar haft högre avkastning än räntor och varit mindre volatila än aktier.

Bild 5

Första till Fjärde AP-fondernas avkastning per tillgångsslag 2001-2016



¹ Genomsnittlig avkastning för Första till Fjärde AP-fonderna per tillgångsslag
² Estimerad avkastning 2013-2016 efter netto externa förvaltningskostnader för noterade tillgångar, men före alla övriga redovisade kostnader, ej justerat valutaeffekter
³ AP1, AP2 samt AP4
 KÄLLA: Årsredovisningar, Första till Fjärde AP-fonderna, McKinsey-analys

SJÄTTE AP-FONDEN 1997-2016

Sjätte AP-fonden är en stängd fond som placerar i onoterade bolag och har ställt om strategin och portföljen under de senaste åren. Sjätte AP-fonden skiljer sig från de andra fyra buffertfonderna i flera avseenden, bland annat genom att investera i onoterade bolag och att fonden är stängd utan in- och utflöden. De senaste åren har fonden ställt om stora delar av strategin och portföljen.

2016 karaktäriserades av hög aktivitet för Sjätte AP-fonden, med följande viktiga händelser:

- Sjätte AP-fondens beslut om att anta en ny strategi har följts av ett mångårigt arbete med att ställa om portföljen. En viktig del i detta arbete genomfördes under 2016 i och med avyttringen av Norrporten som svarade för drygt en fjärdedel av fondens kapital. Vidare avslutades försäljningen av Volvofinans Bank, ett av de andra stora innehaven i Sjätte AP-fondens portfölj. Likviditeten sysselsätts i enighet med en plan där investeringsaktiviteten under 2016 var den högsta på flera år. Bland annat genomfördes 9 nya direktinvesteringar under året, motsvarande SEK 1,7 miljarder, i tillägg till utfästelser motsvarande SEK 5,6 miljarder till 11 nya fonder.

- I och med avyttringen av Norrporten och Volvo Finans har marknadsvärdet för Sjätte AP-fondens direktinvesteringar minskat med omkring SEK 4,4 miljarder (från SEK 12,4 miljarder till SEK 7,9¹⁵ miljarder). Försäljningarna har skapat en tillfälligt hög likviditet i portföljen, där likvider utgjorde omkring 41 % av det totala kapitalet vid utgången av 2016. Fonden planerar att sysselsätta likviden löpande under de kommande 3 till 5 åren.
- Fonden gjorde nya utfästelser till externa riskkapitalfonder om cirka SEK 5,6 miljarder, varav SEK 1,7 miljarder inom Norden och SEK 3,9 miljarder utanför Norden. Totalt utfäst, men ännu inte sysselsatt, kapital till nya fonder uppgick vid årsskiftet till SEK 10,7 miljarder.
- Under året fortsatte fonden att utveckla sitt hållbarhetsarbete. Sjätte AP-fonden jobbar brett med hållbarhetsfrågor men under 2016 har särskilt fokus lagts på jämställdhet, mångfald, miljö och klimatavtryck. Sjätte AP-fonden har under året även utvecklat ett eget verktyg för att ge konstruktiv feedback och rekommendationer för fortsatt utveckling av hållbarhetsarbetet hos befintliga samarbetspartners. Utöver detta inrättade fondens styrelse under året ett hållbarhetsutskott.
- Fonden har infört ett nytt jämförelseindex kallat PE Benchmark. PE Benchmark består till 90% av Burgiss PE Europe All, ett benchmark för europeiska onoterade aktier, och till 10% av OMX T-Bill, ett benchmark för att täcka Sjätte AP-fondens likviditetsbehov om 10%. PE Benchmark används som ett komplement till existerande målsättningar och jämförelseindex vid analys av fondens avkastning.

Fonden har ej nått sitt långsiktiga avkastningsmål. Fondens kapital uppgick vid utgången av 2016 till totalt SEK 28,1 miljarder, varav SEK 16,8 miljarder var investerat i fondens investeringsverksamhet och SEK 11,7 miljarder fanns i fondens likviditetsförvaltning¹⁶. Övrigt rörelsekapital uppgick vid utgången av 2016 till SEK -0,3 miljarder, vilket avser genomförda affärer som ej ännu gått i likvid och därför bokförts som en skuld i portföljen. Sjätte AP-fondens totala kapital har under perioden 1997-2016 vuxit med SEK 17,7 miljarder, vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 5,1 % per år och 6,7 % per år för investeringsverksamheten.

Under perioden 2007-2016, då en majoritet av fondkapitalet har varit investerat i fondens investeringsverksamhet, har Sjätte AP-fondens avkastning efter kostnader varit 5,1 % per år (5,9 % för investeringsverksamheten). Detta är lägre än fondens avkastningsmål, både det som gällde fram till och med 2011 och det nya målet som gäller från 2012. Det ligger även under flera externa aktiemarknadsindex för medelstora och små svenska bolag. Sjätte AP-fondens avkastning 2016 var dock högre än PE Benchmark, och har över alla tidsperioder varit högre än inkomstindex. Det är värt att notera att fondens totala

¹⁵ Kapitalet inom direktinvesteringar minskade med SEK 4,444 miljarder från SEK 12,380 miljarder till SEK 7,936 miljarder.

¹⁶ Inkluderar sedan 2012 noterade småbolag.

avkastning även påverkas av att fonden är stängd och förvaltar en likviditetsreserv samt att fondens investeringar i onoterade tillgångar värderas enligt principer som ej tar hänsyn till upp- eller nedgångar på börsen.

Mogna bolag bättre avkastning än tillväxtbolag. Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet genererade under perioden 2012-2016 en avkastning efter kostnader på 9,8 % per år. En analys av utvecklingen för olika delar av fondens investeringsverksamhet visar att fondens investeringar i mogna bolag, *buyout*, har skapat en avkastning på omkring 15 % per år (mätt som IRR) sedan fondens start, medan fondens investeringar i tillväxtbolag, *venture*, genererat negativ avkastning och dragit ner fondens totalavkastning avsevärt. Under de senaste åren (2013-2016) har dock även fondens investeringar i tillväxtbolag genererat en positiv avkastning (inom direkt- och fondinvesteringar).

Fondens interna kostnader lägsta sedan 1998 men externa förvaltningskostnader för onoterade innehav har ökat 2016. Sjätte AP-fondens kostnader exklusive externa förvaltningskostnader för onoterade innehav var 2016 den lägsta sedan 1998. Kostnaderna har varierat mellan SEK 105 och 180 miljoner per år sedan 2007 (0,4 %-1,0 % av förvaltad kapital per år). Fondens kostnader inklusive externa förvaltningskostnader för onoterade innehav, *management fees* redovisat brutto, uppgick totalt till SEK 372 miljoner (1,4 %) 2016, vilket är högre än under åren 2013-2015 (SEK 260-290 miljoner eller 1,2%).

SJUNDE AP-FONDEN 2001-2016

Sjunde AP-fondens "Såfa" är förvalsalternativet i PPM. Sjunde AP-fonden är det statliga alternativet i premiepensionssystemet. Pensionsmedlen kommer från sparare som avstått från att välja fonder eller sparare som aktivt valt ett långsiktigt pensionssparande i statlig regi. Från maj 2010 har Sjunde AP-fonden på Riksdagens uppdrag förnyat det statliga erbjudandet i premiepensionssystemet med målsättningen att den sammanlagda allmänna pensionen ska bli högre. I och med detta ersattes Premiesparfonden och Premievals-fonden av Sjunde AP-fondens så kallade byggstensfonder AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Sex nya produkter lanserades, varav AP7 Såfa¹⁷ är förvalsalternativet för dem som inte aktivt väljer en förvaltare i premiepensionssystemet. De övriga fem produkterna (liksom Såfa) kan väljas i konkurrens med premiepensionssystemets övriga omkring 850 fonder. Målet för AP7 Såfa är att generera en avkastning som överstiger premiepensionsindex¹⁸ och målet för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond är att slå sina respektive jämförelseindex.

¹⁷ Såfa står för Statens Årskullsförvaltningsinitiativ. Statens icke-valsalternativ var fram till maj 2010 Sjunde AP-fondens Premiesparfond. Såfan kan också aktivt väljas.

¹⁸ Premiepensionsindex definieras som den genomsnittliga fondavkastningen i premiepensionssystemet exklusive AP7:s produkter genom hela rapporten.

Ny strategisk portfölj antogs 2016 för att sänka risken. Under 2016 har Sjunde AP-fonden genomfört flera förändringar. Fonden tog under året fram en ny strategisk portfölj i syfte reducera risken med bibehållen förväntad avkastning. Fonden förväntar sig uppnå detta genom ökad riskdiversifiering genom att se över allokering till tillgångsklasser och marknader. Implementeringen inleds under första kvartalet 2017 och förväntas pågå under de kommande tre åren. Som ett led i implementeringen av den nya portföljen valde fonden att under 2016 sänka normalnivån för hävstången från tidigare 50 % till 35 %. Fonden har dock fortsatt en reducerad hävstång på 25 % som infördes i slutet av 2015. Styrelsen beslutade att justera ned hävstången på några års sikt med hänsyn till börsens nuvarande värderingar samt fondens risktolerans.

Ökar i tillväxtmarknader och onoterade bolag. Utöver förändringar i hävstången har Sjunde AP-fonden valt att diversifiera portföljen genom ett allokeringsskifte från globala aktier¹⁹ (-5 procentenheter) till ökad allokering mot aktier i tillväxtmarknader (+5 procentenheter), en ökning i onoterade bolag (+1 procentenhet) samt genom att introducera alternativa riskpremier²⁰ till portföljen. Vid ett senare tillfälle kommer även småbolag att inkluderas i portföljen.

Fortsatt aktivt hållbarhetsarbete. Under året har fonden även fortsatt arbetet med hållbarhet genom ny strategi inom aktie- och räntefonden. Som en del i hållbarhetsarbetet har Sjunde AP-fonden etablerat en intern tvärfunktionell grupp (klimatgruppen) bestående 6-7 personer från bland annat portföljförvaltningen, hållbarhetsutskottet samt VD. I tillägg har fonden utökat grunden för dess normbaserade exkludering, *Svarta Listan*, till att även innefatta bolag som verkar i strid med Parisavtalets intentioner samt inkluderat gröna obligationer i AP7-räntefond.

Fonden skickade under 2016 in en ansökan till Finansinspektionen om att byta riskmetod från Åtagandemetoden²¹ till relativ Value-at-Risk (VaR), i syfte att bättre spegla fondens riskprofil. Slutligen beslutade Sjunde AP-fonden under 2016 om lokalbyte för att främja samarbete internt och spara kostnader. Flytten kommer att genomföras i mars 2017.

Såfan har slagit jämförbara index under hela perioden... Sjunde AP-fonden förvaltade vid slutet av 2016 35,7 % av totala premiepensionssystemets kapital motsvarande omkring SEK 343 miljarder. Under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2016 genererade förvalsalternativet Såfa i genomsnitt en avkastning på 14,8 % per år, medan premiepensionsindex hade en genomsnittlig avkastning på 8,3 % per år. 2016 var avkastningen på Såfa 15,5 % jämfört med 8,8 % för premiepensionsindex.

¹⁹ Globala aktier innefattar ACWI bestående av 90 % aktier i utvecklade marknader samt 10 % aktier i tillväxtmarknader.

²⁰ Alternativa riskpremier avser instrument med en annan riskfaktor än aktie- och räntemarknaden, till exempel värde och kvalitet.

²¹ Åtagandemetoden innebär att derivatpositioner konverteras till en motsvarande position i de underliggande tillgångarna.

Under hela perioden 2001-2016 har Sjunde AP-fondens förvalsalternativ²² i genomsnitt avkastat 2,6 procentenheter mer än premiepensionsindex per år (6,4 % respektive 3,8 % per år). Justerat för rabatter har Sjunde AP-fondens förvalsalternativ haft en genomsnittlig avkastning om 6,5 %²³ per år och premiepensionsindex en avkastning om 4,2 %²⁴ per år. Den aktiva avkastningen 2016 för Sjunde AP-fondens Aktiefond respektive Räntefond var 9 respektive -7 baspunkter.

...med betydligt lägre kostnader. Fondbolagets faktiska kostnader²⁵, inklusive courtage för Aktiefonden, som andel av kapital för Aktiefonden och Räntefonden 31 december 2016 uppgick 2016 till 0,06 % (0,08 % 2015) för AP7. Förvaltningsavgiften för AP7 Aktiefond respektive AP7 Räntefond uppgick 2016 till 0,11 % (0,12 % 2015) respektive 0,04 % (0,05 % 2015) av fondens förmögenhet. Genomsnittlig förvaltningsavgift hos de 850 fonder som ingick i premiepensionssystemet 31 december 2016 var 1,06 % (0,30 % efter rabatter).

FÖRSTA TILL FJÄRDE AP-FONDERNAS ARBETE MED ALTERNATIVA INVESTERINGAR

Fördjupad analys inom alternativa investeringar. Årets utvärdering inkluderar en fördjupad analys kring AP-fondernas arbete med alternativa investeringar. Syftet är att skapa transparens kring hur fonderna arbetar med alternativa investeringar samt inom valda områden göra jämförelser med andra ledande institutionella investerare. Den fördjupade analysen omfattar Första till Fjärde AP-fonderna. Sjätte och Sjunde AP-fonderna inkluderas ej i årets fördjupningsarbete givet fondernas annorlunda mandat och regelverk.

Det finns idag ingen entydig definition av alternativa investeringar i AP-fonderna eller i kapitalförvaltningsbranschen, men generellt anses alternativa investeringar vara tillgångar som är mer illikvida, ofta onoterade, har längre investeringshorisont, och har en mer komplex investeringsprocess än noterade aktier och räntor. Många investeringsfonder definierar alternativa investeringar som illikvida innehav av reala tillgångar (*fastigheter, jordbruk, skog, infrastruktur*), *private equity*, *hedgefonder*, och *övriga innehav*. Därför använder även denna rapport denna definition.

Alternativa investeringar har ökat avkastningen. Alternativa investeringar har de senaste åren bidragit positivt till Första till Fjärde AP-fondernas avkastning genom högre

²² Premiesparfonden jan 2001-maj 2010 och Såfa maj 2010- dec 2016.

²³ Premiesparfonden hade mellan perioden jan 2001 och första kvartalet 2007 en avgift på 0,5 % och lämnade under den tiden en genomsnittlig rabatt på 64,7 % per år. Från och med andra kvartalet 2007 har Premiesparfonden och sedan Såfa alltid legat under det fria uttaget om 0,15 %. Den genomsnittliga förvaltningsavgiften har under perioden 2001-2016 varit 0,28 %.

²⁴ Fonderna i premiepensionssystemet (Såfa och statens fondportföljer ej inkluderade) har under perioden 2001-2016 haft en genomsnittlig årlig förvaltningsavgift om 0,89 % med en genomsnittlig rabatt om 54 %.

²⁵ Redovisade kostnader.

genomsnittlig avkastning efter kostnader än resten av portföljen. Alternativa investeringar genererade 2011-2015²⁶ en genomsnittlig årlig avkastning²⁷ efter kostnader på 13 % vilket kan jämföras med avkastning för aktier på 10 % och räntor på 5 %. Det är framförallt *fastigheter* och *private equity* som bidragit med hög avkastning²⁸ på omkring 18-20 % (2013-2016). Även i en jämförelsegrupp med 18 internationella pensionsfonder med liknande storlek som Första till Fjärde AP-fonderna har alternativa investeringar genererat högre avkastning efter kostnader än övriga portföljen²⁹.

Alternativa investeringar har diversifierat portföljen. I tillägg till positivt avkastningsbidrag har de alternativa investeringarna också bidragit till en högre riskjusterad avkastning genom ökad diversifiering, vilket är AP-fondernas huvudsakliga syfte med alternativa investeringar. Exempelvis förväntas en diversifierad portfölj bli mindre påverkad vid en finanskris i Sverige eller annan del av världen.

Allokering nu i linje med andra fonder. Första till Fjärde AP-fonden har de senaste åren ökat sin allokering till alternativa investeringar från omkring 4 % 2006 till omkring 22 %³⁰ 2016, vilket är en nivå i linje med 270 andra internationella fonder (omkring 21 % 2015). Samtidigt kan nämnas att det finns utländska statliga pensionsfonder³¹ med annorlunda mandat, regelverk och förutsättningar som har allokerat upp till 30-40 % till alternativa investeringar.

AP-fonderna har liknande strategier. Första till Fjärde AP-fonderna har liknande strategier för alternativa investeringar, med vissa skillnader i fokusområden och förvaltningsformer. Fjärde AP-fonden skiljer sig mest med en lägre andel alternativa investeringar och ett mer nordiskt fokus. Samtliga fonder har högst andel *fastigheter* som främst ägs direkt framförallt i Norden och genom externa förvaltare globalt. Samma för övriga reala tillgångar (*skog, jordbruk, infrastruktur*). *Private equity, hedgefonder* och *övriga tillgångar* ägs oftast via externa förvaltare.

Regelverk styr och begränsar alternativa investeringar. Jämfört med internationella institutionella investerare finns två viktiga skillnader: AP-fonderna har en lägre andel *private equity* och en lägre andel direktägande. Den huvudsakliga anledningen till att AP-fonderna har en lägre andel *private equity* är att fondernas regelverk (lag 2000:192 om allmänna pensionsfonder, APL) begränsar fondernas innehav av onoterade tillgångar till

²⁶ Baserat på CEM Benchmarking som endast sträcker sig till 2015.

²⁷ Underlaget gäller endast Andra till Tredje AP-fondernas avkastning på grund av datatillgänglig för avkastning efter fullständiga kostnader under tidsperioden. Genomsnittlig avkastning för alternativa investeringar för Första till Fjärde AP-fonderna ihop 2013-2016 var 14,9 procent men detta är en estimerad avkastning efter netto externa förvaltningskostnader för onoterade tillgångar, men före alla övriga redovisade kostnader.

²⁸ Estimerad genomsnittlig avkastning efter netto externa förvaltningskostnader för onoterade tillgångar, men före alla övriga redovisade kostnader.

²⁹ Baserat på CEM Benchmarking.

³⁰ Baserat på utgående kapital samt underlag från den grundläggande utvärderingen.

³¹ Exempelvis Ontario Teachers, CDPQ, Optrust, PSP och CPPIB.

5 %. Denna begränsning bedöms idag påverka fondernas möjlighet att uppnå en högre riskjusterad avkastning efter kostnader. Även fondernas möjlighet till direktägande begränsas av APL som endast tillåter direktägande i fastigheter. Denna begränsning minskar fondernas möjlighet att utnyttja möjliga kostnadsfördelar som finns vid direktägande, samt möjlighet till ökad kontroll av innehaven. Det bör noteras att direktägande kräver särskild kompetens hos investeraren eller dess samarbetspartner(s).

FÖRSTA TILL FJÄRDE AP-FONDERNAS KOSTNADER

Fördjupad analys av fondernas kostnader. Årets utvärdering inkluderar även en fördjupad analys kring AP-fondernas kostnader. Syftet är att skapa transparens kring AP-fondernas kostnader samt jämföra AP-fondernas kostnadsnivåer med andra internationella pensionsfonder. I likhet med fördjupningsområdet kring investeringar i alternativa tillgångar, omfattar analysen Första till Fjärde AP-fonderna.

Kostnader kan ha olika definitioner i olika sammanhang. I detta arbete används fondernas redovisade kostnader (enligt gällande lagrum och redovisningspraxis) för analys av kostnadsnivåer och utveckling av dessa över tid. För analys av fondernas kostnadseffektivitet jämfört med andra fonder används resultat från CEM Benchmarking³². Det är värt att betona att vid analys av kostnader bör dessa alltid sättas i relation till avkastning då en högre kostnad kan vara berättigad om den genererar en högre avkastning efter kostnader. Det innebär att åtgärder för att minska kostnader alltid måste vägas mot påverkan på avkastning efter kostnader.

AP-fonderna har 20 % lägre kostnader jämfört med jämförbara internationella pensionsfonder – och högre avkastning. Baserat på CEM Benchmarking är Första till Fjärde AP-fonderna mer kostnadseffektiva än jämförelsegruppen med 18 internationella pensionsfonder i liknande storlek. Första till Fjärde AP-fonderna har 20 % lägre kostnad jämfört med jämförelsegruppen år 2015. Samtidigt har AP-fonderna haft en högre avkastning 2011-2015 (8,4 % jämfört med 8,0 %).

Intern förvaltning och kostnadsfokus pressar kostnader. AP-fondernas lägre kostnader drivs framför allt av två faktorer: hög andel intern förvaltning och lägre kostnad för extern och intern förvaltning. Intern förvaltning är en mer kostnadseffektiv förvaltningsform för många tillgångsslag. AP-fondernas arbete med internalisering har resulterat i en högre andel intern förvaltning jämfört med jämförelsegruppen (omkring 70 % för AP-fonderna jämfört med omkring 30 % för jämförelsegruppen). I tillägg är det framför allt AP-fondernas aktieförvaltning (utgör omkring 40 % av både externt och internt förvaltad kapital) som utförs till lägre kostnad jämfört med jämförelsefonderna. AP-fonderna arbetar både med att välja förvaltare som har låga

³² CEM Benchmark modellerar en kostnadsbas för jämförbarhet mellan fonder. Läs mer om detta i kapitel 10 om årets fördjupningsområden.

kostnader (i förhållande till avkastning) och att ha stort fokus på konkurrenskraftiga villkor i avtalen.

Höga absoluta kostnader kan vara låga relativt avkastning. Även om AP-fonderna har lägre totalkostnad än jämförelsegruppen finns det områden där fonderna har högre kostnader. Detta drivs framför allt av en högre andel dyrare förvaltningsformer inom *private equity* och *hedgefonder* i och med att fonderna har en högre andel av externa fond-i-fond-strukturer. Detta strategiska val bör sättas i relation till den avkastning efter kostnader som investeringarna i fond-i-fond-strukturen har genererat.

Samtliga AP-fonder har fond-i-fond-strukturer inom *private equity* och *hedgefonder* av historiska skäl men ingen av fonderna har detta som en aktiv strategi längre. Undantaget är Första AP-fonden som har ett strategiskt partnerskap inom *private equity* och *hedgefonder* vilket klassificeras av CEM Benchmark som en fond-i-fond-struktur, samt Fjärde AP-fonden som har ett liknande partnerskap inom *hedgefonder*.

För Första AP-fonden har investeringarna under perioden 2013-2016 genererat högre avkastning både inom *hedgefonder* och *private equity* jämfört med de övriga AP-fonderna (14 % jämfört med 2,5 % inom *hedgefonder*, 21 % jämfört med 16 % inom *private equity*).

Lägre kostnader inom de flesta tillgångslag. Fonderna har jämfört med jämförelsegruppen enligt CEM Benchmarking lägre kostnader inom alla tillgångslag med undantag för räntebärande tillgångar. Fonderna har 30 % lägre kostnader inom aktieförvaltning (48 % av kapitalet) och 11-13 % lägre kostnader inom *fastigheter*, *private equity* och *hedgefonder* (17 % av kapitalet). Däremot har fonderna 2,6 % högre kostnader inom räntebärande tillgångar (33 % av kapitalet).

Totala redovisade kostnader motsvarar 0,177 % av förvaltad kapital. Första till Fjärde AP-fondernas redovisade kostnader brutto³³ uppgick 2016 till 0,177 % av förvaltad kapital om SEK 1 293 miljarder vilket motsvarar SEK 2,3 miljarder. Två tredjedelar av de redovisade kostnaderna utgörs av externa förvaltningskostnader och en tredjedel av rörelsekostnader som inkluderar intern förvaltning och gemensamma kostnader. Externa förvaltningskostnader varierar tvärs fonderna beroende på olika strategier, medan rörelsekostnaderna är relativt lika mellan fonderna.

Kostnaderna har minskat som en andel av kapitalet. Under 2010-2016 har Första till Fjärde AP-fonderna minskat sina redovisade kostnader brutto som en andel av förvaltad kapital från 0,191 % till 0,177 %. Detta eftersom att det förvaltade kapitalet har ökat med SEK 418 miljarder (6,7 % per år) samtidigt som kostnaderna har ökat i lägre takt med SEK 0,7 miljarder (5,4 % per år).

³³ Se fördjupning kostnader för mer detaljerad beskrivning. Redovisade kostnader brutto skiljer sig från redovisade kostnader (netto) eftersom det även inkluderar prestationsbaserade avgifter och transaktionskostnader.

Kostnaderna har ökat drivet av att förvaltad kapital ökat och att fonderna gjort strategiska val (ibland dyrare) som syftar till att öka avkastning och diversifiering.

Av kostnadsökningen i absoluta tal förklaras 50 % av att det förvaltade kapitalet har växt. 25 % av kostnadsökningen förklaras av strategiska val och förändringar i förvaltningsform som medfört ökad kostnad per förvaltat krona, till exempel ökad diversifiering till nya tillgångsslag, nya marknader eller högre andel aktiv förvaltning. Dessa val syftar till att förbättra den riskjusterade avkastningen.

Rörelsekostnaderna har minskat som andel av kapitalet. Rörelsekostnaderna förklarar omkring 21 % av kostnadsökningen i absoluta tal, men har under perioden minskat som en andel av förvaltad kapital från 0,075 % till 0,061 % eftersom fonden förvaltar ett större kapital 2016 än 2010.

Mer intern förvaltning driver ökade rörelsekostnader... Ökningen i rörelsekostnader i absoluta tal drivs av att fonderna har internaliserat delar av den externa förvaltningen. I tillägg har nyrekryteringar gjorts för att möta nya kompetenskrav inom tillgångsslag (exempelvis alternativa investeringar), regelverk (exempelvis risk och compliance), och policys (exempelvis ESG). Vidare har prishöjningar på externa tjänster för exempelvis marknadsinformation och data bidragit till ökade administrationskostnader.

...men lägre totala kostnader. I ljuset av den absoluta ökningen av rörelsekostnaderna som innebär besparingar för fondens totala kostnader (leder till minskade externa förvaltningskostnader) är det beaktansvärt att AP-fonderna under perioden har minskat rörelsekostnaden som andel av förvaltad kapital.

REKOMMENDATIONER BASERAT PÅ ÅRETS UTVÄRDERING

Fyra rekommendationer att diskutera för fortsatt utveckling. Baserat på resultaten från utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2016 har fyra rekommendationer tagits fram. Rekommendationerna bedöms viktiga att diskutera för att fortsätta utveckla fondernas verksamhet. Några av rekommendationerna bygger på observationer som också funnits i tidigare års utvärderingar och som aktualiserats igen till följd av utvecklingen under 2016.

Rekommendationer främst till fondernas huvudman

- 1. Se över placeringsreglerna för Första till Fjärde AP-fonderna för att skapa bättre förutsättningar för hög riskjusterad avkastning efter kostnader över tid.**

Reglerna är oförändrade medan marknaderna förändrats. Frågan kring placeringsregler för Första till Fjärde AP-fonderna har återigen aktualiserats under 2016, speciellt med hänsyn till årets fördjupningsområden inom alternativa investeringar och kostnader. Regleringarna skiljer sig från många andra statliga pensionsfonder och är oförändrade sedan 2001, medan investeringsmarknaderna genomgått stora förändringar –

inte minst vad gäller alternativa investeringar och förväntad avkastning på räntebärande tillgångar.

Dagens regler begränsar förutsättningar att skapa hög riskjusterad avkastning.

Årets utvärdering visar att AP-fondernas ökade fokus på alternativa investeringar och på intern förvaltning har bidragit till högre avkastning efter kostnader. Samtidigt visar jämförelsen med internationella pensionsfonder att AP-fonderna har lägre allokering till *private equity* och investerar i högre grad via externa förvaltare inom alternativa tillgångar än många andra ledande pensionsfonder. Detta är drivet av AP-fondernas placeringsregler som begränsar investeringar i onoterade tillgångar och ej tillåter direktägande i onoterade aktier förutom i *fastigheter*. Exempelvis har Första och Andra AP-fonderna under året överskridit maxgränsen 5% onoterade tillgångar och tvingats sälja av tillgångar, som en direkt följd av att deras investeringar genererat en god avkastning. Vidare minskar den rådande lågräntemiljön och fondernas minimumgräns på 30% investeringar i räntebärande tillgångar sannolikt fondernas möjlighet att nå sina långsiktiga avkastningsmål. Sammantaget begränsar dessa placeringsregler fondernas förutsättningar att skapa hög riskjusterad avkastning över tid och bör ses över.

Vid en översyn av regler kring direktägande bör särskilda kompetenskrav nogra beaktas. Begränsningen i möjligheten till direktägande i onoterade tillgångar riskerar att bidra till att skapa dyrare strukturer för investeringar vid extern förvaltning. Samtidigt är viktigt att betona att direktinvesteringar i onoterade tillgångar kräver särskild kompetens som AP-fonderna saknar idag. Rimlighet och förutsättningar för fonderna att bygga upp den här kompetensen bör beaktas vid en översyn.

Rekommendationer främst till AP-fonderna

2. Inför gemensam definition och klassificering av alternativa investeringar för ökad transparens.

Alternativa investeringar ökar, utvecklas och blir mer komplexa. Detta noterades även i utvärderingen av 2015 års verksamhet och har ytterligare aktualiserats i och med årets fördjupning. Alternativa investeringar utgör 31 dec 2016 omkring 22% av det förvaltade kapitalet (motsvarande SEK 288 miljarder) vilket är en signifikant ökning från omkring 4% år 2006 (motsvarande SEK 34 miljarder). Under denna period har också de finansiella marknaderna och fondernas förvaltningsmodeller utvecklats väsentligt och de alternativa investeringarna innefattar fler typer av investeringar med stora skillnader i karaktär, allt ifrån långsiktiga investeringar i *skog* och *infrastruktur* till investeringar i likvida *hedgefonder*.

Transparens och jämförbarhet bör ökas. Idag är AP-fondernas definition av alternativa investeringar inte entydig även om samsyn finns kring vissa tillgångar, exempelvis *fastigheter* och *private equity*. För att öka transparensen och möjligheten att

följa upp fondernas investeringar i alternativa tillgångsslag bör AP-fonderna därför överväga att upprätta en gemensam definition och klassificering av alternativa tillgångar i underkategorier och använda den klassificeringen i redovisningen. Detta bör kunna göras utan att undgå principen om konkurrens.

3. Tydliggör kommunikation kring kostnader.

Första till Fjärde AP-fonderna är kostnadseffektiva. Årets utvärdering visar att AP-fonderna har omkring 20 % lägre kostnader än en jämförelsegrupp med 18 andra internationella pensionsfonder. Samtidigt har AP-fonderna haft en högre avkastning efter kostnader än jämförelsegruppen under perioden 2011-2015. AP-fonderna har också under se de senaste åren minskat sina kostnader i förhållande till det förvaltade kapitalet.

Missvisande debatt. Den rådande debatten kring att fondernas rapporterade absoluta kostnader ökat sker ofta utan resonemang kring vad som driver kostnader i fondernas verksamhet, hur kostnadseffektiva fonderna är jämfört med andra institutionella investerare och sambandet mellan kostnader och avkastning. Fonderna bör därför se över om de kan bli än tydligare i sin kommunikation kring kostnader och kostnadsdrivare.

Artikulera kostnadsdrivare och effekt. Fonderna skulle till exempel kunna bryta ned kostnadsutvecklingen i huvudsakliga drivare såsom ökning relaterad till växande kapital, förändrade strategier och förvaltningsformer, och ökade interna rörelsekostnader. Vidare bör fonderna tydliggöra effekter på avkastning och riskprofil. Dessutom kan fondera överväga att tydligare redovisa vad som är externa förvaltningskostnader jämfört med interna förvaltningskostnader (per tillgångsslag). Fonderna kan också överväga att öka fokus på att kommunicera resultat från externa kostnadsjämförelser, till exempel CEM Benchmarking.

4. Fortsatt fokus på kostnadsbesparingar genom samarbete och effektiva förvaltningsformer.

Fonderna arbetar för sänkta kostnader. Fonderna samarbetar idag inom en rad områden för att sänka sina kostnader, exempelvis gemensam upphandling av internrevisionstjänster 2016. Ett ökat fokus på att sänka kostnader genom internalisering av förvaltning har 2016 också bidragit till att fonderna blivit relativt mer kostnadseffektiva. Samtidigt finns det ytterligare områden där fonderna kan utöka samarbetet och dela bästa praxis.

Öka samarbete kring förhandling med externa förvaltare och upphandling av externa tjänster. Årets utvärdering visar på vissa skillnader i kostnadseffektivitet för förvaltning av de olika tillgångsslagen mellan AP-fonderna och andra utländska statliga pensionsfonder. Mer dialog och utbyte av erfarenheter AP-fonderna emellan, utan att principen om konkurrens frångås, skulle sannolikt vara värdefullt för att identifiera fler

möjligheter att sänka kostnaderna. Fonderna kan till exempel utvärdera att samarbeta mer i gemensamma förhandlingar med externa förvaltare (efter att fonderna fattat individuella investeringsbeslut) för förbättrade investeringsvillkor, framförallt inom alternativa investeringar. Fonderna skulle även kunna överväga gemensam upphandling av administration av förvaltning (exempelvis fondförvaltning av *private equity* och *hedgefonder*) eller gemensam upphandling av externa tjänster såsom marknadsinformation och data.

Utred möjligheter till mer kostnadseffektiva förvaltningsformer. Vidare bör fonderna fortsätta att utvärdera ytterligare möjligheter till att nyttja mer kostnadseffektiva förvaltningsformer. För noterade innehav innebär detta ett fortsatt arbete med utvärdering av möjligheter till internalisering av externa mandat. Det bör dock beaktas att Första till Fjärde AP-fonden redan har 70-80% procent intern förvaltning av noterade aktier och räntebärande tillgångar och fonderna måste alltid utvärdera effekten på avkastningen efter kostnader.

För *fastigheter* och *övriga reala tillgångar* bör fonderna fortsatt utvärdera möjligheten till att saminvestera med andra investerare och sätta upp egna förvaltningsbolag som ett alternativ till att investera i fonder med extern förvaltning, inom de områden där fonderna har möjlighet och kompetens. Detta kan potentiellt ytterligare sänka fondernas externa kostnader och bidra till ökad kontroll. Inom *private equity* och *hedgefonder* kan fonderna idag endast investera via fonder med extern förvaltning. Alla överväganden måste utgå från analys av den riskjusterade avkastningen så att åtgärder för att minska kostnader inte sker på bekostnad av avkastning efter kostnader.

2. Angreppssätt för utvärderingen

McKinsey & Company har fått uppdraget att genomföra den årliga utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2016.

Utvärdering av strategiska beslut, aktiv förvaltning och två fördjupningsområden. Uppdraget avser utvärdering av Första, Andra, Tredje, Fjärde, Sjätte och Sjunde AP-fondernas förvaltning, dels under en längre period sedan fondernas respektive start, dels under rullande fem- respektive tioårsperioder. Den grundläggande utvärderingen ska omfatta värdet av fondernas strategiska beslut samt fondernas aktiva förvaltning. Om uppdragsgivaren ser behov kan ytterligare analys tillkomma uppdraget i form av ett fördjupningsområde. I utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2016 innefattar uppdraget den grundläggande utvärderingen samt två fördjupningsområden; alternativa investeringar och kostnader.

Första till Fjärde fonden utvärderas 2001-2016. Den grundläggande utvärderingen av Första till Fjärde AP-fondernas verksamhet 2016 beskriver fondernas förvaltningsmodell samt viktiga händelser under 2016, vid sidan om att utvärdera värdet av fondernas strategiska beslut och aktiva förvaltning. Första till Fjärde AP-fonderna började agera i sina roller som buffertfonder 1 januari 2001, men det dröjde till senare under 2001 innan fonderna hade implementerat sina långsiktiga investeringsportföljer. Första till Fjärde AP-fonderna utvärderas därför över perioden 1 juli 2001 till 31 december 2016.

Sjätte AP-fonden utvärderas 2001-2016. Sjätte AP-fonden investerar framförallt riskkapital i onoterade tillgångar och fondens samtliga investeringsbeslut är att betrakta som strategiska beslut. Sjätte AP-fonden startade sin verksamhet i slutet av 1996 och utvärderas över perioden 1 januari 1997 till 31 december 2016. Buffertfondernas (AP1 till AP4 och AP6) gemensamma påverkan på inkomstpensionssystemet utvärderas över perioden 1 januari 2001 till 31 december 2016.

Sjunde AP-fonden jämförs i premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden utvärderas som en värdepappersfond och jämförs med övriga värdepappersfonder i premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden införde i maj 2010 en ny förvaltningsmodell. I utvärderingen av Sjunde AP-fondens verksamhet 2016 utvärderas resultaten för fondens nya förvaltningsmodell under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2016 samt resultaten från fondens förvaltsalternativ under perioden 1 januari 2001 till 31 december 2016.

Utvärderingarna baseras på flera källor. Utvärderingen av fondernas verksamhet baseras på information från fondernas interna resultatuppföljningssystem för att

möjliggöra analys av olika källor till den totala avkastningen.³⁴ Flera externa källor har också använts, till exempel för att sätta fondernas utveckling i relation till utvecklingen av tillgångar och skulder i inkomstpensionssystemet, utvecklingen på kapitalmarknaderna och resultaten för ett urval av utländska statliga pensionsfonder. Dessa källor redovisas i anslutning till respektive analys.

Ett nära samarbete med fonderna under jan-mars 2017. Utvärderingsarbetet har pågått från januari till mars 2017 och har genomförts i en kontinuerlig process tillsammans med fonderna. I kapitel 2 redovisas AP-fondernas roll i inkomstpensionssystemet och utveckling i relation till omvärlden 2001-2016.

I kapitel 3 följer en sammanfattning av årets utvärdering – både den grundläggande utvärderingen och fördjupningsområdet – och de rekommendationer som baserat på utvärderingen bedöms viktiga för att fortsätta utveckla fondernas verksamhet framåt.

Kapitel 4-9 redovisar resultaten från den grundläggande utvärderingen per fond. Kapitel 10 introducerar årets fördjupningsområden och viktig metod beskrivs. Kapitel 11 redovisar fördjupningsområde alternativa investeringar och kapitel 12 fördjupningsområde kostnader.

³⁴ Det här innebär att det historiskt kan förekomma skillnader mot fondernas redovisade resultat på grund av bland annat periodiseringar, men skillnaderna är mycket små (mindre än 0,1 procentenheter i avkastning).

3. AP-fondernas roll, utveckling och omvärld 2001-2016

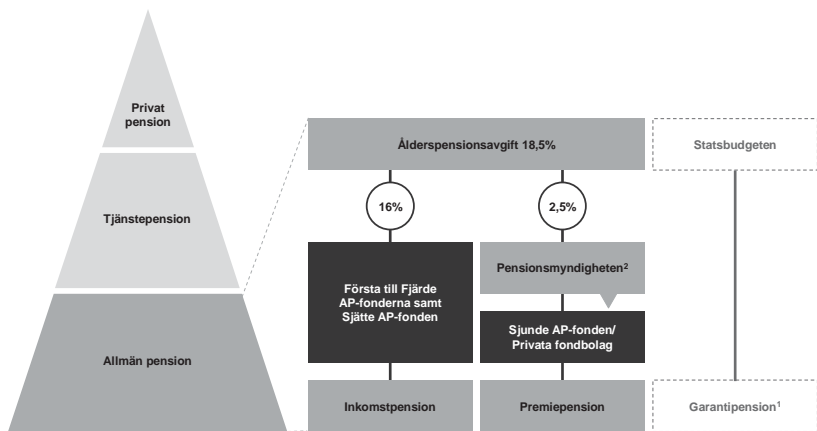
I det här kapitlet beskrivs AP-fondernas roll i det svenska pensionssystemet och buffertfondernas (Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna) utveckling 2001-2016. Fokus är fondernas påverkan på inkomstpensionssystemet samt hur de utvecklats i jämförelse med kapitalmarknaderna och ett urval av utländska statliga pensionsfonder.

AP-FONDERNAS ROLL I DET SVENSKA PENSIONSSYSTEMET

AP-fonderna är basen i det svenska pensionssystemet. De sex AP-fonderna utgör en del av det svenska systemet för allmän pension, vilket är en av tre delar i det svenska pensionssystemet (bild 6). De två andra delarna är tjänstepensionen, som är en tjänsteförmån från arbetsgivaren, och det privata sparandet.

Bild 6

AP-fondernas roll i svenska pensionssystemet



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

Av total lönesumma går 18,5 % till allmän pension, därav 2,5 % till premiepension. Dagens svenska system för allmän pension är resultatet av en bred partiuppgörelse från 1998 med syfte att reformera den då gällande folkpensionen och ATP. I dagens system

betalas varje år 18,5 % av den totala lönesumman in till allmän pension³⁵, varav 16 % går till att finansiera inkomstpensionen och resterande 2,5 % går till premiepensionen (sparas på individuella premiepensionskonton).

Årets inbetalningar finansierar årets pensioner. De årliga inbetalningarna till inkomstpensionen finansierar pensionsutbetalningar till dagens pensionärer (ett så kallat ”pay as you go”-system). En grundtanke med det svenska inkomstpensionssystemet är att det ska vara självfinansierande, vilket betyder att staten inte ska behöva höja pensionsavgifterna eller låna pengar för att betala ut inkomstpensionen.³⁶

Fonderna fyller också funktion som buffertar. 2001 omorganiserades Första till Fjärde AP-fonderna till så kallade buffertfonder. Även Sjätte AP-fonden inkluderades i buffertfondkapitalet från och med 2001. Syftet med Första till Fjärde AP-fonderna är att jämna ut perioder av löpande över- och underskott mellan inbetalningar av pensionsavgifter och utbetalningar av pensioner och att långsiktigt generera avkastning för att öka stabiliteten i inkomstpensionssystemet.

Sjätte AP-fonden är stängd och har fokus på onoterade bolag. Sjätte AP-fonden är en stängd fond, vilket innebär att inga in- och utflöden i pensionssystemet går via fonden. Fonden skiljer sig också från övriga buffertfonder genom sitt fokus på onoterade bolag (Första till Fjärde AP-fonden får enligt gällande placeringsregler investera max 5 % av totalt förvaltad kapital i onoterade bolag).

Det så kallade balanstalet avgör pensionernas utveckling. Inkomstpensionssystemets finansiella ställning uttrycks i ett så kallat balanstal och definieras som inkomstpensionssystemets tillgångar dividerat med inkomstpensionssystemets skulder. Tillgångarna består av framtida inbetalningar och buffertfonderna. De framtida inbetalningarna bestäms främst av befolkningstillväxt, arbetskraftsdeltagande, ekonomisk tillväxt och löneökningstakt. Inkomstpensionssystemets skulder består av framtida pensionsutbetalningar och bestäms främst av antalet pensionärer, genomsnittlig livslängd, löneökningstakt samt upp- och nedskrivningar av pensionsrätterna baserat på systemets balansering.

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

³⁵ Av dessa 18,5 % går maximalt 7,5 inkomstbasbelopp (SEK 444 750 år 2016) till pensionssystemet, medan ett eventuellt överskott går till statskassan.

³⁶ Även premiepensionen är självfinansierad.

Kombinationen av att inkomstpensionssystemet är avgiftsbestämt, att pensionskulden tar hänsyn till demografisk utveckling och att det finns en automatisk balansering gör systemet självförsörjande.

2015 dämpades balanstalets påverkan för att minska svängningar. Under 2015 genomfördes regeländringar avseende beräkningen av balanstalet vilket påverkar balanstalet 2017 (beräkningsår 2015). Bakgrunden till regeländringarna är att systemet på kort sikt och under vissa förhållanden bedöms riskera att reagera med en viss fördröjning eller reagera kraftigt. Med de nya beräkningsreglerna för balanstalet tillämpas inte längre utjämningar och ett dämpat balanstal har införts. Det dämpade balanstalet avviker från 1,0 med en tredjedel av balanstalets avvikelse från 1,0, vilket medför mindre svängningar i inkomstpensionerna.³⁷

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

Sjunde AP-fonden erbjuder kombinationer av två byggstansfonder som en del av premiepensionssystemet. Premiepensionen syftar till att varje arbetstagare ska kunna påverka en del av den allmänna pensionen genom att välja hur pensionsmedlen investeras. Alla arbetstagare kan välja mellan omkring 850 fonder i premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden införde en ny förvaltningsmodell 2010 och inom ramen för den nya modellen förvaltar Sjunde AP-fonden sedan maj 2010 två fonder: AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Dessa fonder kombineras i AP7 Såfa som förvaltar premiepensionen för de arbetstagare som inte aktivt väljer fondförvaltare (statens ”förvalsalternativ”).

Sjunde AP-fonden erbjuder utöver förvalsalternativet³⁸ fem ytterligare fondportföljer som kan väljas i konkurrens med de övriga omkring 850 fonderna av alla arbetstagare.³⁹ Dessa fem fondportföljer inkluderar de två byggstansfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond samt tre statliga fondportföljer som består av olika kombinationer av de två byggstansfonderna. Sjunde AP-fonden regleras i lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192).

BUFFERTFONDERNAS UTVECKLING OCH OMVÄRLD 2001-2016

Buffertfonderna har vuxit 5,6% per år i snitt sedan start. Sedan januari 2001 har buffertfondernas kapital växt från SEK 554 miljarder till

³⁷ Pensionsmyndigheten årsredovisning 2015.

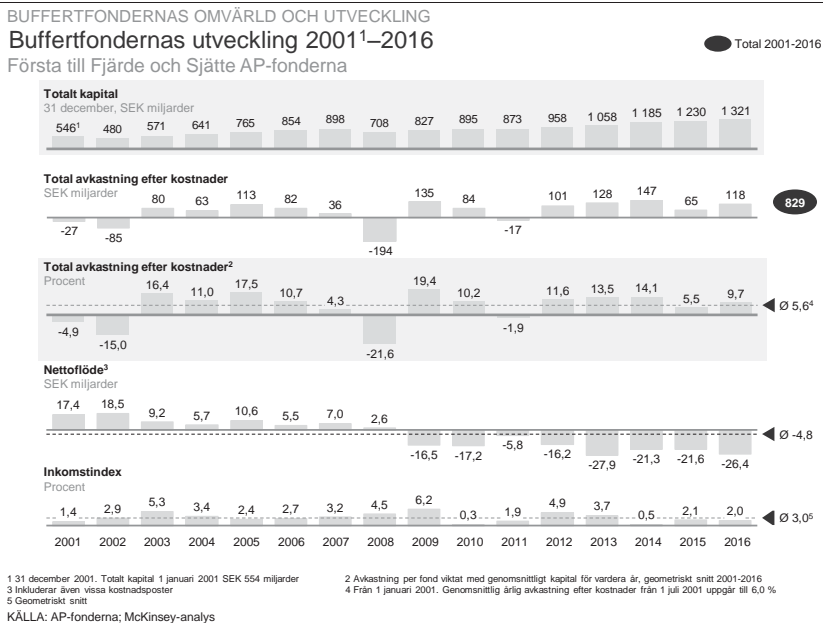
³⁸ Även AP7 SÅFA är aktivt valbar.

³⁹ Dessa fem fondportföljer är valbara på fondtorget, medan AP7 Såfa ligger utanför fondtorget.

SEK 1 321 miljarder vid utgången av 2016. Buffertfondernas avkastning efter kostnader har bidragit med SEK 829 miljarder av tillväxten, vilket motsvarar en genomsnittlig avkastning på 5,6 % per år jämfört med inkomstindex som under samma period ökade med 3,0 % per år.

Nettoflödet är negativt sedan 2009. Buffertfonderna genererade 2016 en avkastning på SEK 118 miljarder efter kostnader. Nettoflödet har varit negativt varje år sedan 2009 till skillnad från tidigare år då buffertfonderna hade ett positivt nettoflöde (bild 7). Under 2016 var nettoflödet SEK -26,4 miljarder. Enligt Pensionsmyndighetens prognoser kommer nettoflödet vara fortsatt negativt under de närmsta 5 åren med i genomsnitt SEK -35,8 miljarder per år.

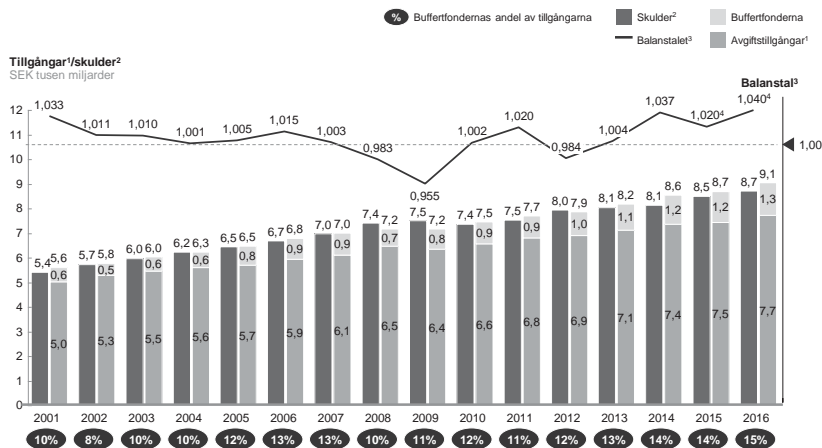
Bild 7



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

Bild 8

Utveckling av tillgångar och skulder i inkomstpensionssystemet



¹ Bestäms av befolkningstillväxt, arbetskräftsdeltagande, ekonomisk tillväxt och löneökningstakt

² Bestäms av antal pensionärer, genomsnittlig livslängd och löneökningstakt

³ Balanstalet = buffertfonderna plus framtida inbetalningar dividerat med framtida utbetalningar för inkomstpension. Balanstalet ligger till grund för pensionsutbetalningar två år senare

⁴ Sedan 2015 har sättet att beräkna balanstalet ändrats, bland annat har ett dämpat balanstalet införts som uppgick till 1,007 för 2015 samt 1,013 för 2016

Not: Uträkningen för balanstalet ändrades i proposition 2008/09:219 genom att värdet på buffertfonderna räknas som genomsnitt av de 3 senaste åren. Uträkningen ändras igen i proposition 2014/15:125 genom att ta bort tidigare införda utjämnningar och införa ett dämpat balanstalet som begränsar balanseringen till en tredjedel, vilket medför mindre svängningar av pensionsbeloppen

KÄLLA: Försäkringskassan; Pensionsmyndigheten; McKinsey-analys

2008 och 2009 gick systemet ”minus” och pensioner fick skrivas ner. 2008 och 2009 balanserade inte systemet (balanstalet understeg 1,0) framförallt till följd av att skulderna i systemet växte snabbare än avgiftstillgångarna. För att utjämna påverkan på inkomstpensionen beslutade Riksdagen 2009 att balanstalet från och med 2008 ska beräknas baserat på ett genomsnittligt värde på buffertfonderna under tre år. Utvecklingen i systemet 2008-2009 innebar att inkomstpensionen i absoluta tal skrevs ner med 3,0 % respektive 4,3 % 2010 och 2011 givet fördröjningen på två år.

Systemet mer i balans sedan 2011 med 2016 som ett bra år. Sedan dess har systemet balanserat, med undantag för under 2012 då balanstalet understeg 1,0 drivet av en betydande uppskrivning av pensionsskulden. Utvecklingen har lett till att inkomstpensionen har skrivits upp med mellan 0,9 % och 4,5 % per år 2012-2016 (med undantag av 2014 års nedskrivning med 2,7 % till följd av 2012 års balanstalet). 2016 års utveckling leder till att inkomstpensionen 2018 kommer att skrivas upp med 2,3 %⁴⁰.

⁴⁰ Anslagsbelastning och prognos för anslag inom Pensionsmyndighetens ansvarsområde budgetåren 2016–2021, publicerad 18 januari 2017.

Årets in- och utbetalningar påverkar pensionerna mer än buffertfonderna. Detta tydliggör dynamiken i systemet där buffertfonderna utgör en mindre del av tillgångssidan och förändringar i pensionsskulden och avgiftstillgångarna har en stor påverkan på systemet som helhet. Dock har buffertfondernas betydelse för systemet ökat över tid då fonderna utgör en ökande andel av tillgångarna (från 10 % år 2001 till 15 % år 2016).

Buffertfonderna har påverkat balansen positivt mellan 2001-2016. Sammantaget under hela perioden 2001-2016 har buffertfonderna bidragit positivt till balansen i systemet genom att generera en avkastning som överstiger inkomstindex.

Kapitalet är placerat i aktier, räntebärande papper och alternativa tillgångar. Buffertfonderna hade i slutet av 2016 45 % av sitt kapital investerat i noterade aktier: 13 % i svenska aktier, 24 % i globala aktier i mogna marknader och 7 % i aktier i tillväxtmarknader. Av övriga 55 % av kapitalet hade fonderna 32 % investerat i räntebärande värdepapper, 23 % i alternativa tillgångar⁴¹ och 0 % i övriga tillgångar⁴² (bild 9).

Fonderna har en stor andel kapital investerat i aktier för att långsiktigt kunna uppnå en högre avkastning, vilket innebär att utvecklingen på aktiemarknaderna i hög utsträckning påverkar fondernas avkastning. Det är svårt att förutse utvecklingen på kapitalmarknaderna, men över längre historiska tidsperioder har noterade aktier genererat en högre avkastningspremie jämfört med räntor⁴³.

⁴¹ Alternativa tillgångar inkluderar till exempel fastigheter och PE. Fondernas definition av alternativa tillgångar skiljer sig något, exempelvis räknar vissa fonder in hedgefonder i alternativa tillgångar medan andra inkluderar hedgefonder i likvidportföljen. I vissa fonder inkluderas även övriga tillgångsslag såsom alternativa krediter och infrastruktur. I fördjupningsområdet alternativa investeringar används en gemensam syn på vad som ingår i alternativa investeringar.

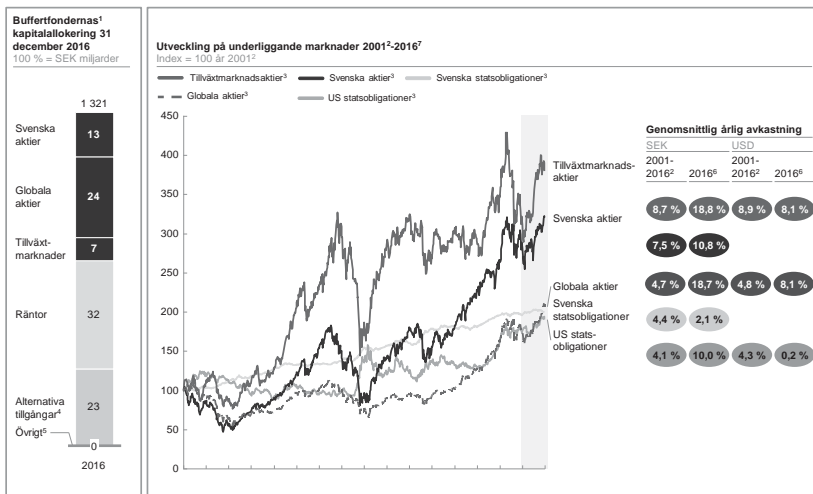
⁴² Inkluderar t.ex. kassa, hedge och overlay.

⁴³ Till exempel: Svenska aktier genererade 16,0 % per år 1985-2001 jämfört med 9,7 % per år för den 5-åriga svenska statsobligationsräntan. Amerikanska aktier genererade 15,4 % per år 1980-2001 jämfört med 9,1 % för den 5-åriga amerikanska statsobligationsräntan (Källa: Datastream).

Bild 9

BUFFERTFONDERNAS OMVÄRLD OCH UTVECKLING

Buffertfondernas allokering och utveckling på underliggande marknader



¹ AP 1-4 och AP6; ² 1 jan 2001 till 29 dec 2015; ³ Aktier Stockholm-börsen (SIX RX) i SEK, globala aktier (MSCI World) i SEK, obligationsindex Sverige (Svenska Statsobligationer 5 år) i SEK, utländskt obligationsindex (US 5 year Government bonds) i SEK, aktier i tillväxtmarknader (MSCI Emerging Markets) i SEK; ⁴ Inkluderar AP6; ⁵ Överlaymandat, TAA, etc.; ⁶ 3 januari 2014 till 2 januari 2015; ⁷ Total indexutveckling inklusive utdelning

KÄLLA: Datastream; McKinsey-analys

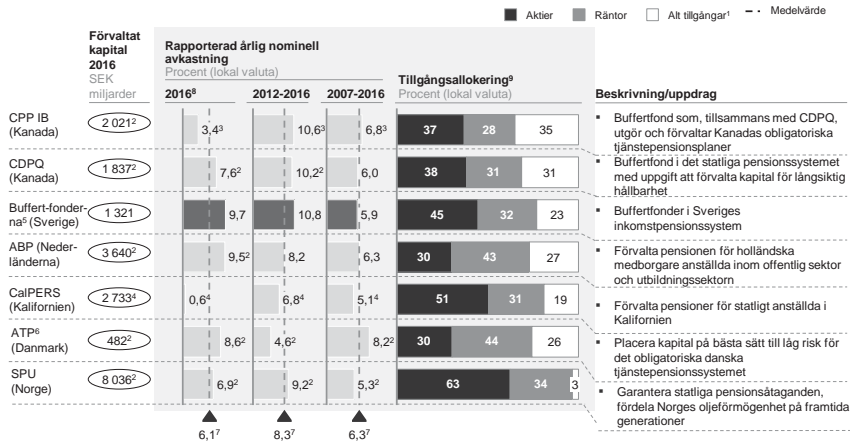
Hög andel svenska aktier och aktier i tillväxtmarknader har bidragit positivt. 2016 avkastade Stockholmsbörsen 10,8 %, globala aktier 18,7 % och aktier i tillväxtmarknader 18,8 % mätt i SEK. Att utländska aktiemarknader genererade en högre avkastning mätt i SEK än den svenska aktiemarknaden är delvis ett resultat av den svenska kronan försvagats under året. Under hela perioden 2001-2016 avkastade svenska aktier i genomsnitt 7,5 % per år, globala aktier 4,7 % per år och aktier i tillväxtmarknader 8,7 % per år mätt i SEK. Således har en hög andel svenska aktier och aktier i tillväxtmarknader under perioden 2001-2016 bidragit positivt till fondernas resultat (bild 9).

Buffertfondernas utveckling kan också jämföras med utländska statliga pensionsfonder (bild 10). En direkt jämförelse av avkastningen är svår att göra på grund av skillnader i fondernas uppdrag, placeringsregler, risktolerans, valutaeffekter och marknadsutveckling på respektive hemmamarknader, men utgör en intressant referens.

Bild 10

BUFFERTFONDERNAS OMVÄRLD OCH UTVECKLING

Buffertfondernas avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder



1 Alternativa tillgångar inkluderar bland annat private equity, fastigheter, infrastruktur, derivat, samt övrigt; 2 Per 31 december 2016; 3 Per 31 mars 2016; 4 Per 30 juni 2016
5 AP1-4 samt 6
6 Redovisad avkastning till Danska Finanstilsyn, inkluderar både investeringsportföljen och hedgeportföljen
7 Genomsnittet inkluderar ej buffertfonderna
8 Avkastningsstalen är från senaste tillgängliga årsredovisning eller kvartalsrapport. På grund av olika räkenskapsår avser avkastningsafför olika tidsperioder
9 Baserat på bästa tillgängliga data kring innehav och/eller exponering från årsredovisningar eller kvartalsrapporter. Estimat beräknats där data för exact portföljnehav inte är tillgängligt.

KÄLLA: Årsredovisningar; Oanda; McKinsey-analys

Bättre avkastning än utländska pensionsfonder de senaste fem åren. Buffertfonderna har under den senaste tioårsperioden 2007-2016 genererat en något lägre avkastning än de utländska pensionsfonderna med en genomsnittlig årlig avkastning på 5,9 % jämfört med 6,3 % för de jämförda fonderna⁴⁴. Den senaste femårsperioden 2012-2016, var buffertfondernas avkastning dock högre än genomsnittet för de jämförda fonderna (10,8 % per år jämfört med 8,3 % per år)⁴⁵.

Hemmamarknaden har varit prioriterad och stark. Buffertfonderna har 13 % av portföljen i aktier i hemmamarknaden (10-19 % i Första till Fjärde AP-fonderna). Det är i linje med de utländska pensionsfonderna i jämförelsen, som har omkring 7-26 % av portföljen i aktier i sina respektive hemmamarknader.⁴⁶ I relativa termer, det vill säga justerat för hur stor andel hemmamarknaden utgör av världsmarknaden, ligger buffertfondernas övervikt mot aktier i hemmamarknaden i linje med till exempel ATP i

⁴⁴ Baserat på fondernas rapporterade avkastning i lokal valuta, vilket bedöms mest relevant för att jämföra fondernas prestation givet deras mandat och hemmamarknad.

⁴⁵ En jämförelse för 2016 är mindre relevant givet skillnader i räkenskapsår och datatillgänglighet

⁴⁶ Baserat på tillgänglig publicerad data (alla fonder redovisar ej kring detta).

Danmark. Samtidigt har buffertfonderna en större relativ övervikt mot aktier i hemmamarknaden än de nordamerikanska fonderna.

Buffertfondernas övervikt mot hemmamarknaden för aktier har dock minskat under den senaste tioårsperioden, i likhet med trenden i branschen. Buffertfonderna har de senaste åren (omkring 5-10 åren) gynnats av en stark utveckling för svenska aktier jämfört med utländska aktier (bild 9). Den starka utvecklingen för svenska aktier är dels driven av underliggande marknadsutveckling, dels av valutautvecklingen.

Bra eller dåligt att föredra hemmamarknad? Pensionsfonders övervikt mot hemmamarknaden (så kallad "home bias") är dock omdebatterad. Ett viktigt argument för att ha en övervikt mot hemmamarknaden är att AP-fonderna har och kan utveckla bättre kunskap om hemmamarknaden och har därmed bättre möjligheter att fatta informerade investeringsbeslut och vara aktiva ägare genom att påverka i styrnings- och hållbarhetsfrågor. Ett annat argument är att flera av fonderna ser de svenska företagens bolagsstyrning som en konkurrensfördel och att svenska bolag därigenom över tid skapar högre avkastning för sina aktieägare än utländska bolag.

Ett viktigt motargument, å andra sidan, är att fonderna kan uppnå en högre riskdiversifiering genom att minska övervikten mot hemmamarknaden. AP-fondernas investeringsstrategi avseende allokering till hemmamarknaden bedöms grunda sig i medvetna och väl underbyggda beslut i fonderna och ligger i linje med fondernas strävan att vara aktiva ägare. Fonderna bör dock kontinuerligt utveckla sin investeringsstrategi och som en del av det regelbundet se över sin övervikt mot hemmamarknaden.

Tillgångar i alternativa investeringar har ökat successivt. Första till Fjärde AP-fonderna har över flera år successivt ökat tillgångsallokeringen till alternativa investeringar (fastigheter, riskkapital, hedgefonder, konvertibler, jordbruk, infrastruktur mm) från omkring 3 % av det totala kapitalet 2001-2005 till 10 % 2010 och till 21 % 2016⁴⁷ (bild 4).

Observera att i årets fördjupningsområde alternativa investeringar har en mer detaljerad översyn av innehaven inom alternativa investeringar gjorts. Dessutom används ibland underlag från CEM Benchmarking varför avkastning och allokering för tillgångsgruppen alternativa investeringar kan skilja sig något mellan den grundläggande och de fördjupade analyserna senare i denna rapport.

AP-fonderna har idag en liknande exponering mot alternativa investeringar som många andra utländska statliga pensionsfonder har (19-35 %⁴⁸). Fondernas ökade allokering till

⁴⁷ Genomsnittlig daglig allokering till alternativa tillgångsslag under de redovisade perioderna.

⁴⁸ CPP IB (Kanada), CDPQ (Kanada), ABP (Nederländerna) och CalPERS (Kalifornien)

Skiljer sig något mot grundläggande utvärderingen p.g.a. att en mer detaljerad översyn av AI-innehav gjorts för denna analys.

alternativa investeringar grundar sig delvis i fondernas arbete med att utveckla sina förvaltningsmodeller för att hitta ökade möjligheter till diversifiering och avkastning.

De alternativa investeringarna har gett god avkastning. AP-fondernas investeringar i alternativa investeringar har under tidsperioden bidragit positivt till totalavkastningen (inom vissa tillgångsslag, till exempel onoterade bolag och fastigheter, estimeras avkastning varit omkring dubbelt så hög som övriga portföljen under perioden 2013-2016). Under 2016 bidrog alternativa investeringar med 1,7-3,3⁴⁹ procentenheter av fondernas totalavkastning⁵⁰.

⁴⁹ Enligt fondernas årsredovisningar, se även Kapitel 4-7 (för AP3 har riskklassen inflation använts som proxy, för AP4 har fastigheter samt alternativa investeringar använts).

⁵⁰ Första till Fjärde AP-fondernas totalavkastning för 2016 varierade mellan 9,3 % och 10,3 %.

4. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Första AP-fondens verksamhet 2016. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2016 och den totala avkastningen samt resultat från aktiv förvaltning 2001⁵¹-2016.

FÖRSTA AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2016

Första AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Fonden påbörjade implementeringen av en uppdaterad förvaltningsmodell under 2015 samt implementerade ett nytt avkastningsmål gällande från och med den 1 januari 2015. Beskrivningen nedan fokuserar på den förvaltningsmodell som varit gällande under perioden för utvärderingen.

Fram till och med 2014 använde fonden ett nominellt totalt avkastningsmål på 5,5 % i genomsnitt per år efter kostnader mätt över rullande tioårsperiod. Fonden har inget separat avkastningsmål för sin aktiva förvaltning, utan ser den aktiva förvaltningen som en del av fondens strategi att skapa en hög totalavkastning till låg risk. Från och med 2015 använder fonden målet 4,0 % genomsnittlig real avkastning efter kostnader per år mätt över rullande tioårsperiod.

Förvaltningsorganisationen består av Hållbart värdeskapande, Tillgångsallokering och Kvantitativ analys, Aktieförvaltning, Ränte- och valutaförvaltning, Extern förvaltning samt Alternativa investeringar. Vid utgången av 2016 hade organisationen 61 anställda varav 29 inom förvaltningen. År 2016 hade fonden 55 anställda varav 26 inom förvaltningen (Bild 11).

⁵¹ Avser 1 juli 2001.

Bild 11

FÖRSTA AP-FONDEN

Beskrivning av Första AP-fonden 2016

Uppdrag och mål

Uppdrag

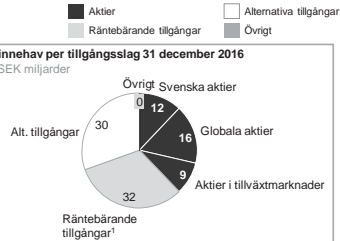
- Förvalta fondkapitalet till största möjliga nytta för pensionssystemet genom att skapa en hög avkastning till en låg risknivå
- Maximera avkastningen till låg risk mått i utbetalade pensioner
- Inte ta någon närings- eller ekonomipolitisk hänsyn
- Ta miljö- och etikhänsyn i placeringsverksamheten, dock utan att ge avkall på det övergripande målet om hög avkastning

Mål

- Genomsnittlig real avkastning efter kostnader ska vara 4,0 % per år mått över rullande tioårsperiod (sedan 1 januari 2015)

Faktiskt innehav per tillgångslag 31 december 2016

100 % = SEK miljarder

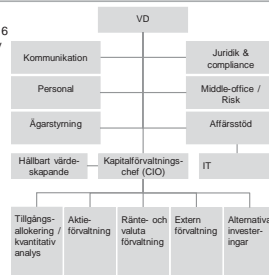


Förvaltningsstrategi

- Investeringsfilosofin bygger på ledorden:
 - Väldiversifierad portfölj
 - Långsiktig förvaltning
 - Stundtals ineffektiva marknader
 - Utnyttja riskpremier
 - Kostnadseffektiv förvaltning
 - Hållbart värdeskapande
- Fonden styrs av en långsiktig risktolerans som beslutas av styrelsen, uttryckt i en övergripande tillgångsfördelning (~10 års sikt)
- Med utgångspunkt från den övergripande tillgångsfördelningen beslutar VD om en strategisk tillgångsfördelning (~10 års sikt) som utför jämförelseportfölj för fondens förvaltning
- Utifrån den strategiska tillgångsfördelningen ansvarar kapitalförvaltningschefen (CIO) för den dynamiska allokeringen och den operativa förvaltningen
- Förvaltningen av kapital sker utifrån interna och externa mandat kopplade till både absolut och relativ avkastning (2016 förvaltades 68 % internt)

Organisation

- 61 anställda 2016 (2015: 55) varav 29 (2015: 26) i förvaltningen



¹ Inklusive kassa, TAA och SAA; Riskparitetsportföljen som inkluderas i Alternativa tillgångar innehåller ~52 % räntebärande papper

KÄLLA: Första AP-fonden

Investeringsfilosofin i fondens förvaltningsmodell bygger på byggpelarna väldiversifierad portfölj, långsiktig förvaltning, stundtals ineffektiva marknader, utnyttja riskpremier, kostnadseffektiv förvaltning samt hållbart värdeskapande (Bild 12).

Bild 12

FÖRSTA AP-FONDEN

Första AP-fondens förvaltningsmodell 2016

Investeringsfilosofi

Väldiversifierad portfölj

- Diversifiering möjliggör förbättrad riskjusterad avkastning

Långsiktig förvaltning

- Långsiktighet öppnar möjligheter att erhålla högre avkastning över tid

Stundtals ineffektiva marknader

- Finansmarknaderna är inte fullt effektiva, därför lönar sig en väl genomtänkt och utförd förvaltning med aktiva val

Utnyttja riskpremier

- Risktagande på de finansiella marknaderna ger över tid positiv avkastning

Kostnadseffektiv förvaltning

- Centralt eftersom kostnader reducerar avkastningen

Hållbart värdeskapande

- Kan ge möjligheter att långsiktigt öka avkastningen och reducera den finansiella risken

Förvaltningsmodellens byggpelare

Långfristiga beslut ~ 10 års sikt	<ul style="list-style-type: none"> • Fondens långsiktiga riskpreferens uttryckt som en övergripande tillgångsfördelning beslutas av styrelsen och uppdateras årligen <ul style="list-style-type: none"> – Den övergripande tillgångsfördelningen består av likvida tillgångar som förväntas uppnå pensionssystemets avkastningsbehov på tio års sikt • Med utgångspunkt från den övergripande tillgångsfördelningen, fondens kapitalmarknadsförväntningar och investeringsfilosofin beslutar VD om en strategisk tillgångsfördelning <ul style="list-style-type: none"> – Den strategiska tillgångsfördelningen uppdateras årligen och rebalanseras månadsvis – Utgör även jämförelseportfölj för fondens förvaltning
Kort- och medelfristiga beslut 0-5 års sikt	<ul style="list-style-type: none"> • Kapitalförvaltningschefen (CIO) ansvarar för dynamisk allokering och operativ förvaltning utifrån den strategiska tillgångsfördelningen • Större beslut som väsentligt påverkar fondens risknivå tas efter beredning i investeringskommittén respektive investeringskommittén för alternativa investeringar • Den operativa förvaltningen inkluderar: <ul style="list-style-type: none"> – Taktisk allokering baserad på diskretionär och systematisk allokering mellan globala tillgångslag – Förvaltning av mandat inom respektive tillgångslag
Två beslutsnivåer för lång, medelfristig och kort sikt	<ul style="list-style-type: none"> • Investeringsprocessen baseras på två huvudsakliga beslutsnivåer: <ul style="list-style-type: none"> – Strategisk tillgångsfördelning: beslut baserat på kapitalmarknadsförväntningar på 10 års sikt och fondens investeringsfilosofi – Dynamisk allokering och operativ förvaltning: beslut om allokering baserat på global konjunkturanalys och analys av globala marknadens avvikelser från långfristiga förväntningar samt taktisk allokering och förvaltning av mandat inom respektive tillgångslag
Utvärdering	<ul style="list-style-type: none"> • Fonden följer upp och utvärderar förvaltningen internt på två olika nivåer <ul style="list-style-type: none"> – Totala portföljen i förhållande till styrelsens långsiktiga mål – Interna förvaltningen i förhållande till den strategiska tillgångsfördelningen • Utöver detta sker uppföljning och utvärdering av interna och externa mandat i relation till de mål som satts upp för respektive mandat

KÄLLA: Första AP-fonden

Fonden beslutade 2014 om en uppdaterad förvaltningsmodell från och med 1 januari 2015 för att bättre möta uppdraget och pensionssystemets behov. Fram till och med 2014 använde fonden en förvaltningsmodell som bestod av tre delar; (i) strategisk inriktning som sattes på 5 års sikt och vägde samman fondens långsiktiga ALM-analys och konjunkturrell analys, (ii) planeringsportfölj som var fondens medelfristiga portfölj på 1-1,5 års sikt, och (iii) löpande interna och externa mandat där fondens CIO och chefen för Strategisk tillgångsallokering var för sig inom ramen för VD:s mandat styr och leder strategisk allokering och förvaltning med interna och externa mandat. Den nya modellen påbörjade implementering under 2015 och utvecklades fortsatt under 2016. Den uppdaterade modellen består av två delar, en strategisk tillgångsfördelning med cirka 10 års investeringshorisont samt en dynamisk allokering och operativ förvaltning med cirka 0-5 års investeringshorisont. Förvaltningen utgår från en långsiktig riskpreferens uttryckt som en övergripande tillgångsfördelning som beslutas av styrelsen. Med utgångspunkt från den övergripande tillgångsfördelningen, fondens kapitalmarknadsförväntningar och investeringsfilosofin beslutar VD om en strategisk tillgångsfördelning. Den strategiska tillgångsfördelningen uppdateras årligen och rebalanseras månadsvis, samt utgör jämförelseportfölj för fondens förvaltning. Kapitalförvaltningschefen ansvarar för den dynamiska allokeringen och operativa förvaltningen utifrån den strategiska

tillgångsfördelningen. Den dynamiska allokeringen och operativa förvaltningen beslutar om allokering baserat på global konjunkturanalys och analys av globala marknadens avvikelser från långfristiga förväntningar samt förvaltning av mandat inom respektive tillgångsslag. Större beslut som väsentligt påverkar fondens risknivå tas efter beredning i investeringskommittén respektive investeringskommittén för alternativa investeringar.

Följande viktiga förändringar genomfördes av Första AP-fonden under 2016:

- Inga förändringar av den strategiska tillgångsallokeringen har genomförts under 2016.
- Förvaltningskostnaderna minskade under året, från 0,17 % till 0,15 % av kapitalet, till följd av besparingar inom den externa förvaltningen
- Vid årets slut hade den faktiska tillgångsallokeringen till globala aktier i utvecklade marknader minskat från 19 % till 16 % samtidigt som allokeringen till aktier i tillväxtmarknader och alternativa tillgångar ökat från 8 % till 9 % respektive 29 % till 30 %. Ökningen inom alternativa tillgångar var främst drivet av high-yield obligationer, infrastruktur och fastigheter:
 - Infrastruktur utgjorde vid slutet av 2016 omkring 3 % av fondens kapital, Första AP-fondens målsättning är dock att infrastruktur långsiktigt skall utgöra omkring 5 % av kapitalet.
 - Portföljvärdet för fastigheter växte från SEK 33 miljarder vid utgången av 2015 till SEK 39 miljarder vid slutet av 2016.
- Första AP-fonden investerade under året i preferensaktier i Volvo Cars till ett värde av 1,5 sek miljarder. Vid eventuell börsnotering konverterar preferensaktierna till B-aktier
- Under året överskred fonden gränsen om maximalt 5 % i onoterade aktier – en handlingsplan togs fram och innehav såldes av under året
- Fortsatt stort fokus hållbarhet i förvaltningen genom exempelvis investeringar i vattenrening och externt mandat för aktiv aktieförvaltning med inriktning på resurseffektiva bolag med låg volatilitet, samt implementering av intern hållbarhetsmodell för den systematiska förvaltningen av aktier med låg volatilitet.
- Fonden utvecklade under året organisationen, bland annat genom en förändrad ledningsgrupp som vid årsskiftet till en majoritet bestod av kvinnor.
- Första AP-fonden implementerade under 2016 ett nytt risksystem

FÖRSTA AP-FONDENS RESULTAT 2001⁵²-2016

Fondens totala kapital ökade 2001-2016 från SEK 131 miljarder till SEK 311 miljarder. Fondens årliga avkastning efter kostnader var 5,7 % under perioden 2001-2016, 5,5 % under tioårsperioden 2007-2016, 10,0 % under femårsperioden 2012-2016 samt 9,3 % under 2016 (Bild 13). Detta innebär att Första AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsmål under den senaste tioårsperioden 2007-2016, femårsperioden 2012-2015, under hela perioden sedan fondens start, 2001-2016, samt under 2016. Fondens avkastning efter kostnader har även varit högre än inkomstindex under samtliga perioder.

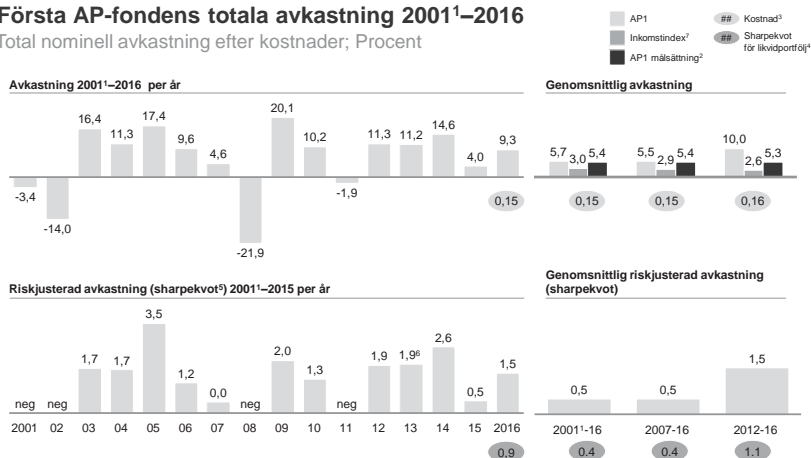
Till fondens totala avkastning 2016 på 9,3 % bidrog fondens svenska aktier med 1,0 procentenheter, globala aktier i utvecklade marknader med 0,9 procentenheter, tillväxtmarknadsaktier med 1,0 procentenheter, systematiska strategier med 0,5 procentenheter, räntebärande -0,5 procentenheter, alternativa investeringar med 3,3 procentenheter och allokering, kassa och valuta med 1,8 procentenheter (samt kostnader med -0,1 procentenheter).

Bild 13

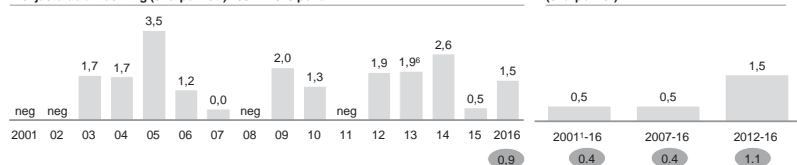
FÖRSTA AP-FONDEN

Första AP-fondens totala avkastning 2001¹-2016

Total nominell avkastning efter kostnader; Procent



Riskjusterad avkastning (sharpekvot⁵) 2001-2015 per år



¹ 1 juli 2001 (för 2001 anges annualiserad avkastning)

² Första AP-fondens målslätning sen 2015 är att nå en genomsnittlig årlig real avkastning på 4,0 % efter kostnader mätt över rullande tioårsperiod. Målslätning 2001-14: Nominell avkastning på 5,5 % efter kostnader, mätt över rullande tioårsperiod

³ Provisions- och rörelsekostnader som andel av genomsnittet av årets ingående och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)

⁴ Likvidportföljen inkluderar noterade tillgångslag inkl. aktier, räntebärande tillgångar, samt kassa

⁵ Sharpekvot för den totala portföljen, inklusive noterade samt onoterade tillgångar. Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel för 2001-10.

⁶ 2-årig svensk statsobligation för 2011-13, 1-årsnot på svenska statens-kurvan (VCGT0021) för 2014-16 samt antagande om 260 handelsdagar

⁷ Inkomstindex från första januari 2001

Not: Sharpekvoten definieras som riskpremien (fondens avkastning minus den riskfria räntan) dividerat med fondens risk (mätts med standardavvikelsen)

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

⁵² Avser 1 juli 2001.

Totalportföljens genomsnittliga årliga riskjusterade avkastning, mätt med en så kallad Sharpekvot, var 0,5 under perioden 2001-2016, 0,5 under tioårsperioden 2007-2016, 1,5 under femårsperioden 2012-2016 samt 1,5 under 2016.

Fondens årliga kostnader⁵³ under perioden 2001-2016 uppgick till i genomsnitt 0,15 % av fondens kapital. Fondens kostnader 2016 uppgick till 0,15 % av fondens kapital, något lägre än 0,17 % år 2015. Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar⁵⁴.

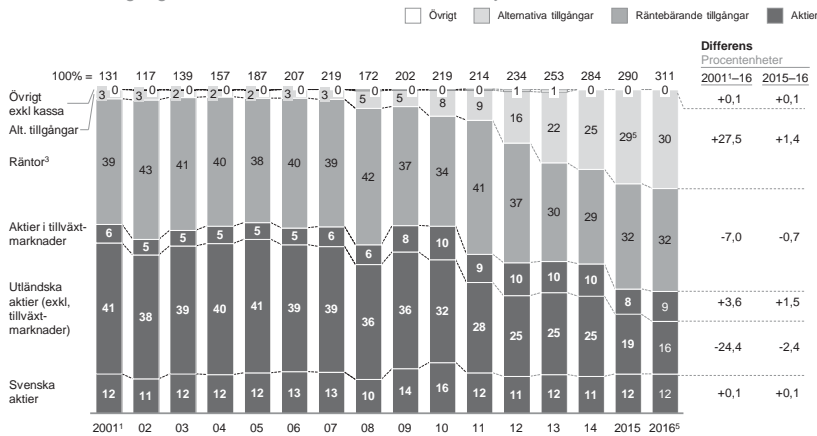
Första AP-fonden har under perioden 2001-2016 ökat andelen alternativa tillgångar och samtidigt minskat andelen utländska aktier utanför tillväxtmarknader samt räntebärande tillgångar i sin faktiska portfölj⁵⁵ (Bild 14). Under 2016 ökade fonden andelen alternativa tillgångar (29 % till 30 %) och aktier i tillväxtmarknader (8 % till 9 %), samtidigt minskade fonden andelen globala aktier (19 % till 16 %). Alternativa tillgångar har nu sin högsta andel någonsin.

Bild 14

FÖRSTA AP-FONDEN

Första AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001-2016

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



¹ 1 juli 2001

² Den faktiska allokeringen den 31 december varje år

³ Inklusive kassa, TAA och S&P

⁴ Alternativa tillgångar inkluderar bland annat investeringar i hedgefonder, fastigheter, PE och riskparitetsportfölj. Riskparitetsportföljen infördes under 2013. En riskparitetsportfölj är en portfölj där varje portföljkomponent bidrar med lika mycket risk till portföljens totala risk

⁵ Allokering skiljer sig från redovisad allokering i årsredovisningen på grund av skillnader i angreppssätt (McKinsey utvärderar utgående marknadsvärde och AP1 redovisar exponering) samt klassificering av tillgångsslag

KÄLLA: Första AP-fonden; McKinsey-analys

⁵³ Redovisade kostnader.

⁵⁴ En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden (allt annat lika)

⁵⁵ Faktisk allokering mätt i marknadsvärde.

FÖRSTA AP-FONDENS AKTIVA AVKASTNING 2001⁵⁶-2016

Första AP-fonden har ändrat definitionen på vad som ingår i den aktiva avkastningen sedan 2001. År 2001-2009 definierades aktiv avkastning som aktiv förvaltning inom tillgångsslag (exklusive alternativa investeringar), avkastning från overlaymandat, samt allokeringseffekter. Sedan 2010 redovisar fonden ej traditionell aktiv avkastning för totalportföljen, utan 2010-2014 inkluderar aktiv avkastning endast aktiv avkastning per mandat kopplade till index (inom räntor, svenska aktier, aktier i tillväxtmarknader, övriga utländska aktier, valutor samt övriga strategier). Sedan 2015 använder fonden en bredare definition av aktiv avkastning och mäter den på total portföljnivå mot jämförelseindex. I denna rapport används definition av aktiv avkastning enligt 2010 vilket möjliggör historisk jämförbarhet men skiljer sig från vad fonden själv kommunicerar som aktiv avkastning.

Analys av Första AP-fondens aktiva avkastning visar att fonden har haft en genomsnittlig årlig aktiv avkastning⁵⁷ före kostnader på 0,4 % av likvidportföljen under perioden 2001-2016, 0,5 % under tioårsperioden 2007-2016, 0,7 % under femårsperioden 2012-2016, samt 0,7 % (motsvarande omkring SEK 1,9 miljarder) under 2016 (Bild 15). Under 2016 bidrog framförallt allokering och absolutavkastande strategier (1,3 procentenheter) till den aktiva avkastningen, delvis motverkat av främst aktier i tillväxtmarknader (-0,4 procentenheter).

Fondens bredare definition av aktiv avkastning, vilken inkluderar alternativa tillgångar, uppgick till 1,4 procentenheter (motsvarande SEK 3,7 miljarder) 2016⁵⁸.

Fonden har inget separat avkastningsmål för aktiv avkastning på totalportföljnivå, utan ser traditionell förvaltning som en del av fondens strategi att skapa en hög total avkastning till låg risk.

⁵⁶ Avser 1 juli 2001.

⁵⁷ Genomsnitt (aritmetiskt medelvärde) av den årliga aktiva avkastningen.

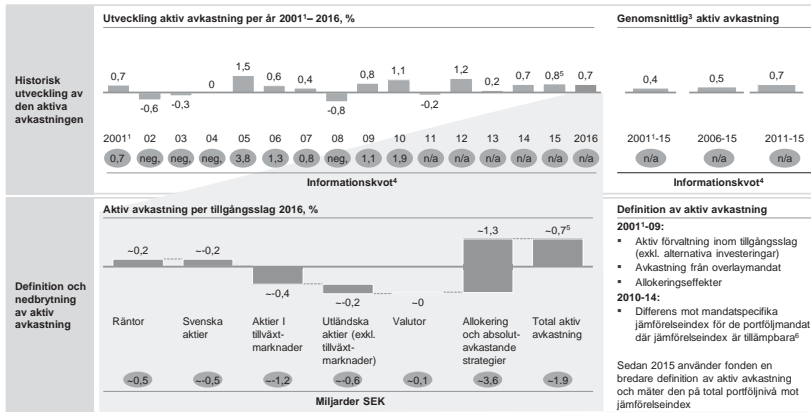
⁵⁸ Den totala aktiva avkastningen om SEK 3,7 miljarder skiljer sig från årsredovisningen (SEK 4,2 miljarder), då McKinsey beräknat aktiv avkastning på daglig ombalansering av index, medan fonden använt sig av månatlig ombalansering.

Bild 15

FÖRSTA AP-FONDEN

Första AP-fondens aktiva avkastning 2011–2016

Årlig aktiv avkastning före kostnader; Procent²



¹ 1 juli 2011

² Beräknas mot likvidportföljen som bas 2001-09. 2010-15 används den del av portföljen med jämförelseindex som bas

³ Genomsnitt (aritmetiskt medelvärde) av den årliga aktiva avkastningen

⁴ Annualiserad informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar. Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett. Informationskvoten redovisas ej 2011-15 då den ej bedöms vara jämförbar med andra AP-fonder, 2001-10 var informationskvoten 0,4

⁵ Fondens använder sen 2015 en bredare definition av aktiv avkastning och mäter den på total portföljnivå (inklusive alternativa tillgångar) vilket uppgick till 1,4% 2016

⁶ För 2011 inkluderar även indexval (+0,26%); ⁷ Fondens mätt av aktiv avkastning inkluderar även alternativa tillgångar (aktiv avkastning om +0,7% av totalt kapital 2016)

⁸ Aktiv avkastning (SEK 3,7 miljarder) skiljer från årsredovisningens rapporterade om SEK -4,2 miljarder, drivet av att McKinsey beräknat daglig avkastning och fonden beräknat månatlig

KÄLLA: Första AP-fonden; McKinsey-analys

5. Grundläggande utvärdering av Andra AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Andra AP-fondens verksamhet 2016. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2016 och den totala avkastningen samt resultat från aktiv förvaltning 2001⁵⁹-2016.

ANDRA AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSE 2016

Andra AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Styrelsen har gjort ett avkastningsantagande⁶⁰ att fonden i genomsnitt ska uppnå en real avkastning på minst 4,5 % per år på lång sikt (minst 10 år), varav 4,0 procentenheter från den strategiska portföljen och 0,5 procentenheter från aktiv avkastning. Styrelsen justerade 2014 ned nivån på avkastningsantagandet från 5 % till 4,5 % (realt) på grund av det låga ränteläget och nuvarande målsättning är mer i linje med övriga AP-fonder.

Andra AP-fondens kapitalförvaltningsorganisation är indelad i sex enheter: Extern Förvaltning, Investeringsstrategi, Tillväxtmarknadsförvaltning (implementerades under 2013), MEFIX (en sammanslagning av tidigare Ränteförvaltning och Strategisk Exponering & Trading), Aktieförvaltning samt Kvantitativ Förvaltning. Vid utgången av 2016 hade organisationen 66 anställda varav 34 inom förvaltningen. År 2015 hade fonden 64 anställda, varav 32 inom förvaltningen (Bild 16).

Andra AP-fondens investeringsfilosofi utgår från att det finns två grundkällor till värdeskapande i finansiella tillgångsportföljer: systematisk exponering mot riskpremier och aktiv förvaltning (Bild 17). Fondens fokus ligger på långsiktiga beslut som implementeras genom den strategiska portföljen som har en tidshorisont på över 10 år (den underliggande ALM⁶¹-studien har en tidshorisont på 30 år). Styrelsen kan besluta om förändringar i den strategiska portföljen, som i praktiken får en kortare placeringshorisont än ALM-modellen då förändrade marknadsförutsättningar motiverar

⁵⁹ Avser 1 juli 2001.

⁶⁰ Fonden arbetar med ett långsiktigt reall avkastningsantagande om 4,5 % per år givet fondens mål att "minimera konsekvenserna av den automatiska balanseringen genom att skapa god avkastning på kapitalet".

⁶¹ Asset Liability Modelling. Analysmodell för att fastställa fondens strategiska portfölj. Studien, som kontinuerligt revideras, syftar till att fastställa den optimala sammansättningen av fondens olika tillgångslag som bäst motsvarar fondens långsiktiga åtaganden gentemot det svenska pensionskollektivet.

förändringar även i det långsiktiga risktagandet. Dessa beslut särskiljs dock inte, utan är den del av ett dynamiskt förhållningssätt till den strategiska portföljen.⁶²

Bild 16

ANDRA AP-FONDEN

Beskrivning av Andra AP-fonden 2016

Uppdrag och mål

Uppdrag

- Förvalta fondkapitalet till största möjliga nytta för pensionssystemet genom att skapa en hög avkastning till en låg risknivå, där risk skall ses i termer av framtida pensioner
- Inte ta någon närings- eller ekonomipolitisk hänsyn
- Ta miljö- och etikhänsyn i placeringsverksamheten, dock utan att ge avkall på det övergripande målet om hög avkastning

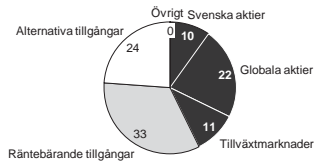
Mål

- Minimera de negativa konsekvenserna på framtida pensioner av att "bromsen" aktiveras
- Långsiktig reall avkastningsantagande med 4,5 % per år (4 % från den strategiska portföljen; 0,5 % från aktiv avkastning)
- Historiskt reall avkastningsantagande på 4,0 % för 2001-04, 5,0 % för 2006-14. Från 1 jan 2015: 4,5 %

Förvaltningsstrategi

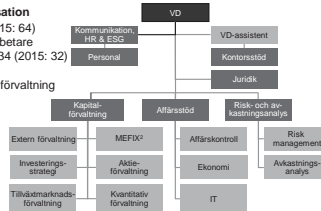
- Två grundkällor till värdeskapande:
 - Exponering gentemot systematiska riskpremier
 - Aktiv förvaltning
- Långsiktig strategi implementeras genom strategisk portfölj
 - Beslut implementeras främst genom long-only mandat
- AP2 fattar inga medelfristiga beslut som kan särskiljas från de långsiktiga besluten. Fonden har en TAA-grupp¹ som kan föreslå större förändringar i den strategiska portföljen då förändringar i de långsiktiga marknadsförutsättningarna motiverar detta
- 17 % extern förvaltning (17 % 2015)

Marknadsvärde per tillgångsslag 31 december 2016
100 % = SEK 325 miljarder



Organisation

- 66 (2015: 64) medarbetare varav 34 (2015: 32) inom kapitalförvaltning



¹ Fattade beslut om ny enhet 2012, implementerades 2013

² Under 2016 slogs enheterna Ränteförvaltning samt Strategisk exponering & trading samman till den nya enheten MEFIX

KÄLLA: Andra AP-fonden

⁶² Fonden varierar risktagandet i den strategiska portföljen i förhållande till hur fonden bedömer de långsiktiga marknadsförutsättningarna utvecklas över tid.

Bild 17

ANDRA AP-FONDEN

Andra AP-fondens förvaltningsmodell 2016

Investeringsfilosofi	Förvaltningsmodellens byggpelare	
<p>Två grundkällor till värdeskapande:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Systematisk exponering mot riskpremier <ul style="list-style-type: none"> – Diversifiering – Dynamiskt förhållningssätt, med avseende på tidsvarierande riskpremier och nya strategier ▪ Aktiv avkastning <ul style="list-style-type: none"> – Endast när förutsättningarna finns 	<p>Långfristiga beslut ~ 10 års sikt</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fördelning av vikter mellan tillgångar och strategier som utgör fondens strategiska portfölj inom ramen för ALM (Asset-Liability-Model) analys ▪ Fondens strategiska portfölj utvärderas på tidshorisonter om minst 10 år, medan ALM-studien har en tidshorisont på 30 år. ▪ Förändringar av strategisk portfölj beslutas av styrelsen. ▪ Implementeras till största del genom long-only positioner i tillgångsslag. ▪ Fonden kan fatta beslut på kortare sikt inom ramen för den strategiska portföljen, men dessa beslut särskiljs ej från de långsiktiga besluten och tas också av styrelsen
	<p>Aktiva beslut <1 års sikt</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Implementering av aktiva mandat sker företrädesvis genom long-only mandat men kapitallösa mandat förekommer också. ▪ TAA (Tactical Asset Allokering) är en grupp (CIO, chefsstrateg, makroansvarig samt tillgångslagsansvariga) som träffas regelbundet för att besluta taktiska positioner (~3-12 månaders sikt) inom ramen för den aktiva riskbudgeten. ▪ TAA-gruppens arbete kan också leda fram till förslag på förändringar i den strategiska portföljen om förändringar i de långsiktiga marknadsförutsättningarna bedöms motivera detta
	<p>Extern vs intern förvaltning</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 17% av totalt kapital förvaltades genom externa förvaltare per den 31 december (17% 2015)
	<p>Utvärdering</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fonden utvärderas utifrån två perspektiv <ul style="list-style-type: none"> – Strategiska portföljen på minst 10 års sikt med de avkastningsantaganden som ligger till grund för ALM-analysen som jämförelse – Aktiva beslut på < 1 års sikt med strategiska portföljen som jämförelseindex

KÄLLA: Andra AP-fonden

Fondens TAA-grupp⁶³ (TAA – Tactical Asset Allocation) fattar beslut om taktiska positioner (på ~3-12 månaders sikt) inom ramen för den aktiva riskbudgeten. TAA-gruppens arbete kan också leda fram till förslag på förändringar i den strategiska portföljen om förändringar i de långsiktiga marknadsförutsättningarna bedöms motivera detta. Fonden utvärderar sina resultat utifrån två perspektiv. Den strategiska portföljen utvärderas på minst 10 års sikt med de avkastningsantaganden som ligger till grund för ALM-analysen. Den aktiva förvaltningen utvärderas med den strategiska portföljen som jämförelseindex. Till den aktiva avkastningen räknas även kapitallösa mandat⁶⁴ som saknar index.

Följande viktiga förändringar genomfördes av Andra AP-fonden under 2016:

- Fonden genomförde flera skiften i den strategiska portföljen. Förändringarna innebar en minskad allokering från globala aktier i utvecklade marknader och svenska räntebärande tillgångar om -1,5 procentenheter respektive -3

⁶³ Från och med 2010 består TAA-gruppen av CIO, chefsstrateg, makroansvarig samt tillgångslagsansvariga.

⁶⁴ Mandat som baseras på handel utan kapitalinsats, till exempel med derivatkontrakt eller finansiering av värdepappersköp genom belåning.

procentenheter. Andra AP-fonden har i stället ökat allokeringen mot utländska krediter med +3,5 procentenheter och fastigheter (inklusive jordbruks- och skogsfastigheter) med +1,0 procentenheter. Fonden gjorde även en förändring i klassificering genom att bryta ut gröna obligationer (nu 1 % av portföljen) från tidigare utländska statsobligationer.

- Andra AP-fonden utökade under året den aktiva förvaltningen, bland annat genom att inkludera obligationer i tillväxtmarknader.
- Under 2016 avslutades internaliseringsarbetet vilket bidrog till en kostnadsänkning från 0,18 % av kapitalet till 0,15 % av kapitalet⁶⁵, motsvarande besparingar om cirka SEK 80 miljoner.
- Den faktiska tillgångsallokeringen till globala aktier i mogna marknader och svenska statsobligationer minskade under året med -1,5 procentenheter respektive -2,3 procentenheter, för att i stället öka allokeringen mot utländska statsobligationer (+3,3 procentenheter). Den faktiska allokeringen beror dock på dagliga stängningskurser och är tillfällig. När den faktiska allokeringen når fördefinierade gränser i den strategiska allokeringen rebalanseras portföljen i syfte att uppnå styrelsens långsiktiga målnivåer.
- Under 2016 avyttrade Andra AP-fonden sitt innehav i fastighetsbolaget Norrporten. Försäljningen frigjorde kapital om omkring SEK 7 miljarder.
- Fonden översteg under året 5-procentsgränsen för innehav i noterade aktier, varför fonden under två tillfällen avyttrade delar av innehaven. Per den 31 december 2016 utgjorde innehav i noterade aktier 5,0 % av det totala kapitalet. I beräkningen exkluderas sex fonder med ett totalt marknadsvärde om omkring SEK 1 miljard, då de innehåller mer än 50 % noterade innehav och därför inte definieras som noterade innehav vid limituppföljning.
- Andra AP-fonden utvecklade under året sitt arbete med risk och compliance genom en resursförstärkning inom compliance samt implementering av två nya risksystem. Risksystemen gör det möjligt att undersöka risk och tydliggöra hur olika delar i portföljen bidrar och samvarierar utifrån en prognos av riskutfallet.
- Fonden fortsatte sitt fokus på hållbarhet genom, bland annat, implementering av ESG-faktorer i fondens kvantitativa förvaltning av globala aktier (utgör cirka SEK 90 miljarder av fondens kapital), avinvesteringar från ytterligare 29 bolag vars vinster i huvudsak är beroende av fossila bränslen samt investeringar i Women's Entrepreneurs Opportunity Facility⁶⁶. Fonden har även arbetat aktivt med FN:s globala hållbarhetsmål genom bland annat att påbörja implementering av FN:s vägledande principer för företag och mänskliga rättigheter samt utskick av brev till

⁶⁵ Redovisade kostnader.

⁶⁶ Women's Entrepreneurs Opportunity Facility arbetar för att främja kvinnligt entreprenörskap i tillväxtländer.

ett flertal svenska bolag med uppmaning om att redovisa hur de relaterar sin verksamhet till dessa mål.

ANDRA AP-FONDENS RESULTAT 2001⁶⁷-2016

Fondens totala kapital ökade 2001-2016 från SEK 130 miljarder till SEK 325 miljarder. Fondens årliga avkastning efter kostnader var 6,1 % under perioden 2001-2016, 5,5 % under tioårsperioden 2007-2016, 10,6 % under femårsperioden 2012-2016 samt 10,3 % under 2016 (Bild 18). Detta innebär att Andra AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsantagande sedan fondens start samt under den senaste femårsperioden, men inte under senaste tioårsperioden, 2007-2016. Det är värt att notera att Andra AP-fonden över en tioårsperiod haft ett högre avkastningsmål än de övriga AP-fonderna, och att den faktiska avkastningen ligger i linje med AP1 och AP3. Fondens avkastning efter kostnader har varit högre än inkomstindex under samtliga perioder.

Till fondens totala avkastning 2016 på 10,3 % bidrog svenska aktier med en avkastning på 1,0 procentenheter, utländska aktier i mogna marknader 3,7 procentenheter, utländska aktier i tillväxtmarknader 2,1 procentenheter, räntebärande tillgångar 2,9 procentenheter, GTAA, overlay-mandat och valutasäkring -2,3 procentenheter samt alternativa investeringar 3,1 procentenheter (samt kostnader -0,1 procentenheter)⁶⁸.

Totalportföljens genomsnittliga årliga riskjusterade avkastning, mätt med en så kallad Sharpekvot, var 0,6 under perioden 2001-2016, 0,5 under tioårsperioden 2007-2016, 1,7 under femårsperioden 2012-2016 samt 1,7 under 2016⁶⁹.

Fondens totala årliga kostnader⁷⁰ under perioden 2001-2016 uppgick i genomsnitt till 0,17 % av fondens kapital. Fondens kostnader 2016 uppgick till 0,15 % av fondens kapital, lägre än fondens kostnader 2015 (0,18 %). De sänkta kostnaderna är delvis ett resultat av att fondens internaliseringsarbete slutfördes under året. Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar⁷¹.

Andra AP-fonden har under perioden 2001-2016 i sin faktiska portfölj främst ökat andelen alternativa tillgångar och aktier i tillväxtmarknader och samtidigt minskat andelen utländska aktier i mogna marknader och svenska aktier (Bild 19). Under 2016 ökade fonden den faktiska allokeringen till räntebärande tillgångar med 3 procentenheter (30 % till 33 %) och minskade allokeringen till utländska aktier i utvecklade marknader

⁶⁷ Avser 1 juli 2001.

⁶⁸ Nedbrytning av avkastningen är redovisade värden.

⁶⁹ Sharpekvoten om 1,7 skiljer sig från Andra AP-fondens redovisade sharpekvot om 1,9 då fonden använt en annan beräkningsmodell.

⁷⁰ Redovisade kostnader.

⁷¹ En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden (allt annat lika).

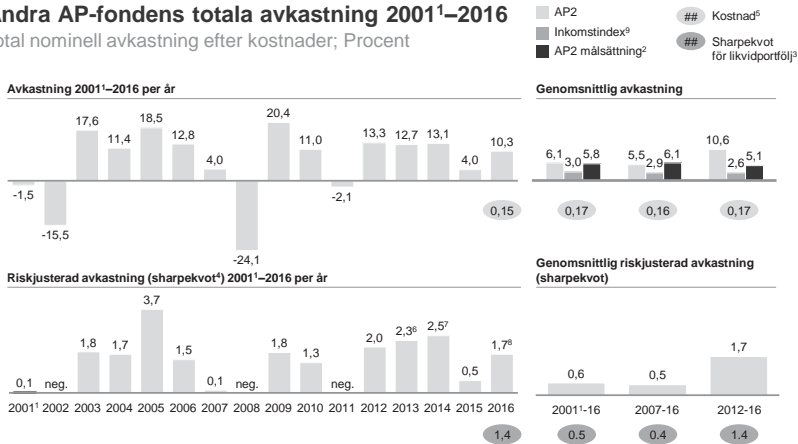
med -2 procentenheter (24 % till 22 %). För 2016 års utvärdering har terminer allokerats⁷² ut över de olika tillgångsslagen, vilket har minskat allokeringen inom Övrigt (TAA etc.) med -2 procentenheter (2 % till 0 %). Majoriteten av detta har allokerats till räntor, varför den faktiska allokeringsskillnaden mot 2015 är mindre än illustrerad.

Bild 18

ANDRA AP-FONDEN

Andra AP-fondens totala avkastning 2001¹–2016

Total nominell avkastning efter kostnader; Procent



1 1 juli 2001 (för 2001 anges annualiserad avkastning)
 2 Andra AP-fondens genomsnittliga mäsättning. 2013 var mäsättningen 5 % i real avkastning. Under 2001-2013 har mäsättningen fluktuerat mellan 4,0 och 5,0 % i real avkastning med en genomsnittlig initiation på -1,2 %. Avkastningsmålet är justerat för att omfatta 96 % av portföljen 2001-2009 och 100 % av portföljen 2009-2014
 3 Likvidportföljen inkluderar noterade tillgångsslag inkl. svenska och globala aktier, räntebärande tillgångar, samt överlaymandat
 4 Sharpekvot för den totala portföljen, inklusive noterade samt onoterade tillgångar. Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel för 2001-10, 2-årig svensk statsobligation för 2011-13, 1-årsnot på svenska staten-kurvan (YCGT0021) för 2014-15 samt antagande om 260 handelsdagar
 5 Provisions- och rörelsekostnad som andel av genomsnittet av årets ingående och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)
 6 Avviker från redovisad sharpekvot på 2,4 då fonden väntat en annan riskfri ränta
 7 Avviker från redovisad sharpekvot på 2,6 för totalportfölj
 8 Avviker från redovisad sharpekvot på 1,9 för totalportfölj då McKinsey endast tagit hänsyn till veckodagar vid beräkning av standardavvikelse
 9 Inkomstindex från första januari 2001
 KÄLLA: Andra AP-fonden; Försäkringskassan; McKinsey-analys

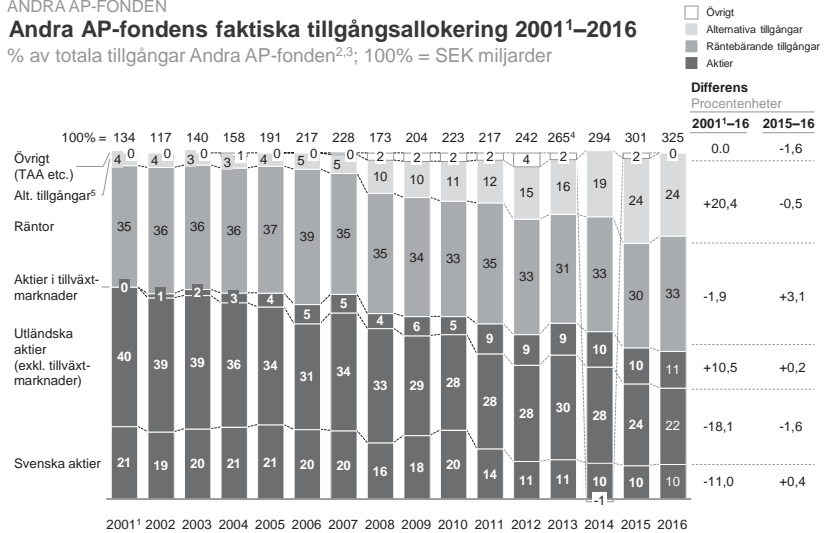
⁷² I tillgångsklassen Övrigt ingår ränteterminer motsvarande 1,7 % av totalt fondkapital 2015 som enligt Andra AP-fondens definition ingår i tillgångsklassen Räntor.

Bild 19

ANDRA AP-FONDEN

Andra AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001¹–2016

% av totala tillgångar Andra AP-fonden^{2,3}; 100% = SEK miljarder



1 Avser 1 juli 2001; 2 Faktisk allokering den 31 december varje år
 3 Tillgångsfördelning 2001-2015 kan avvika från den redovisade fördelningen då terminsexponeringen summeras separat och ej som en del av tillgångslagens marknadsvärden, för 2016 är terminer allokerade över resterande tillgångsklasser
 4 Avviker med SEK 87 miljoner från det redovisade värdet, främst orsakat av periodiserings effekter; 5 I alternativa tillgångar ingår sedan 2013 kinesiska A-aktier

KÄLLA: Andra AP-fonden; McKinsey-analys

ANDRA AP-FONDENS AKTIVA AVKASTNING 2001⁷³-2016

Andra AP-fonden har ändrat definitionen på vad som ingår i den aktiva avkastningen sedan 2001. År 2001-2008 definierades aktiv avkastning som aktiv förvaltning inom tillgångsslag (exklusive alternativa investeringar), avkastning från overlaymandat, samt allokeringseffekter (inklusive implementeringseffekter). Sedan 2009 inkluderar aktiv avkastning endast aktiv förvaltning inom tillgångsslag (exklusive alternativa investeringar) samt avkastning från overlaymandat (ej allokeringseffekter⁷⁴).

Det bör noteras att fondens strategiska portfölj sedan flera år varit exponerad mot alternativa index med målsättningen att över tiden fånga upp ett mervärde som traditionellt skapas inom ramen för aktiv förvaltning. Detta fångas inte vid mätning av aktiv avkastning på ett traditionellt sätt.

⁷³ Avser 1 juli 2001.

⁷⁴ Från och med 2009 särredovisas implementeringseffekter och fondens strategiska portfölj har rörliga vikter, vilket gör att oönskade allokeringseffekter ej uppstår.

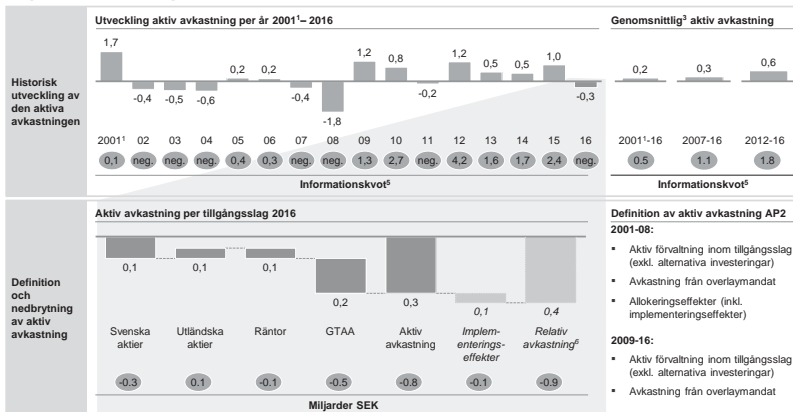
Med hänsyn till dessa förutsättningar visar en analys av Andra AP-fondens aktiva avkastning att fonden har haft en genomsnittlig årlig aktiv avkastning före kostnader på 0,2 % av likvidportföljen under perioden 2001-2016, 0,3 % under tioårsperioden 2007-2016, 0,6 % under femårsperioden 2012-2016, samt -0,3 % (motsvarande SEK -0,8 miljarder) under 2016 (Bild 20). Detta innebär att fonden ej nådde sitt mål för aktiv avkastning på 0,5 % under 2016, för tioårsperioden 2007-2016 samt för perioden sedan start 2001-2016. Fonden har däremot uppnått målet för aktiv avkastning under femårsperioden 2012-2016. Under 2016 bidrog framför allt svenska aktier (-0,1 procentenheter), räntebärande värdepapper (-0,1 procentenheter) och kapitallösa mandat (-0,2 procentenheter) till den negativa aktiva avkastningen.

Bild 20

ANDRA AP-FONDEN

Andra AP-fondens aktiva avkastning 2001¹-2016

Årlig aktiv avkastning före kostnader; Procent²



1 1 juli 2001
 2 Beräknas mot likvidportföljen som bas
 3 Medelvärde (aritmetiskt) av den årliga aktiva avkastningen
 4 Från 2009 och framåt redovisas aktiv avkastning endast på årsbasis (tidigare beräknades aktiv avkastning på dagsbasis)
 5 Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gtt. Annualiserad informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar
 6 Fondens redovisar relativ avkastning, beräknat som den aktiva avkastning från förvaltningen justerat för implementeringseffekter, vilket inkluderar effekter från avvikelser mot den strategiska portföljen, avvikelser i allokering mellan olika index inom tillgångsslag, resultat från valutaderivat samt likviditet som ej speglas i jämförelseindex

KÄLLA: Andra AP-fonden; McKinsey-analys

6. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Tredje AP-fondens verksamhet 2016. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2016 och den totala avkastningen samt resultat från aktiv förvaltning 2001⁷⁵-2016.

TREDJE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSE 2016

Tredje AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Fondens styrelse har satt målsättningen att långsiktigt i genomsnitt uppnå en real avkastning om 4 % per år.

Vid utgången av 2016 hade organisationen 57 anställda varav 31 inom förvaltningen. År 2015 hade fonden 51 anställda varav 28 inom förvaltningen. Investeringsverksamheten är uppdelad på fem enheter: Portföljstrategi, Betaförvaltning, Alfaförvaltning, Extern förvaltning och Alternativa investeringar (Bild 21).

⁷⁵ Avser 1 juli 2001.

Bild 21

TREDJE AP-FONDEN

Beskrivning av Tredje AP-fonden 2016

<p>Uppdrag och mål</p> <p>Uppdrag</p> <ul style="list-style-type: none"> Förvalta fondkapitalet till största möjliga nytta för pensionssystemet genom att skapa en hög avkastning till en låg risknivå Inte ta någon närings- eller ekonomipolitisk hänsyn Ta miljö- och etikhänsyn i placeringsverksamheten, dock utan att ge avkall på det övergripande målet om hög avkastning <p>Mål</p> <ul style="list-style-type: none"> Långsiktig real avkastning om minst 4% per år samt kostnadseffektiv förvaltning 	<p>Marknadsvärde per riskklass 31 december 2016 100% = SEK 324 miljarder</p> <table border="1"> <caption>Marknadsvärde per riskklass 31 december 2016</caption> <thead> <tr> <th>Riskklass</th> <th>Procent</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Aktier</td> <td>47</td> </tr> <tr> <td>Räntor</td> <td>18</td> </tr> <tr> <td>Inflation</td> <td>22</td> </tr> <tr> <td>Valuta</td> <td>4</td> </tr> <tr> <td>Övrig exponering</td> <td>1</td> </tr> </tbody> </table>	Riskklass	Procent	Aktier	47	Räntor	18	Inflation	22	Valuta	4	Övrig exponering	1
Riskklass	Procent												
Aktier	47												
Räntor	18												
Inflation	22												
Valuta	4												
Övrig exponering	1												
<p>Förvaltningsstrategi</p> <ul style="list-style-type: none"> Fokus på totalportföljens förväntade avkastning och risk på absolutnivå, ingen uppdelning på statisk jämviktportfölj och medelfristiga relativa avvikelser Totalportföljens förväntade avkastning och risk anpassas dynamiskt till det övergripande avkastningsmålet, utifrån både långsiktiga och medelfristiga prognoser Allokering till riskklasser istället för tillgångsklasser Investering i absolutavkastande strategier helt separerad från beta-risk genom investering i kapitallösa mandat i overlay-strukturer 29% extern förvaltning (31% 2015) 	<p>Organisation</p> <ul style="list-style-type: none"> 57 (2015: 51) anställda varav 31 arbetar direkt med förvaltningen (2015: 28) <pre> graph TD Styrelse --> VD Styrelse --> ComplianceOfficer[Compliance officer] VD --> Kommunikation VD --> ViceVD[Vice VD / CIO] VD --> CFO[CFO / CRO] ViceVD --> Portfoljstrategi ViceVD --> Betaforvaltning[Beta-förvaltning] ViceVD --> Allaforvaltning[Allaförvaltning] ViceVD --> Externforvaltning[Extern-förvaltning] ViceVD --> Alternativainvesteringar[Alternativa investeringar] CFO --> Affarskontroll[Affärskontroll] CFO --> Ekonomi CFO --> IT CFO --> Riskkontroll[Riskkontroll & avkastningsanalys] CFO --> Juridik CFO --> Personal </pre>												

KÄLLA: Tredje AP-fonden

Tredje AP-fondens nuvarande förvaltningsmodell introducerades 2010 och bygger på en investeringsfilosofi där risktagande, riskspridning, prognosförmåga, tidsdiversifiering och hållbarhet är ledord och implementeras genom dynamisk allokering (DAA⁷⁶). Syftet med modellen är att öka sannolikheten för att uppnå fondens övergripande målsättning genom att minska risken för stora negativa utfall (Bild 22). Allokeringsprocessen inkluderar både lång- och medelfristiga beslut och fokus ligger på totalportföljens avkastning och risk. Till skillnad från de andra buffertfonderna fokuserar Tredje AP-fonden på allokering i riskklasser istället för tillgångsslag (till exempel aktie- eller inflationsrisk) (Bild 23).

⁷⁶ Dynamic Asset Allocation.

Bild 22

TREDJE AP-FONDEN

Tredje AP-fondens förvaltningsmodell 2016

Investeringsfilosofi

Rishtagande

- Rishtagande på de finansiella marknaderna ger över tid en positiv avkastning

Prognosförmåga

- Med hjälp av strukturerad analys kan avkastning och risk på olika finansiella tillgångar prognosticeras

Riskspridning

- Genom att diversifiera risktagandet kan den riskjusterade avkastningen höjas

Tidsdiversifiering

- Genom att kombinera investeringsbeslut med lång, medellång respektive kort placeringshorisont, erhålls en högre, riskjusterad avkastning

Hållbarhet

- Välskötta bolag leder på sikt till högre avkastning och lägre risk för investeraren

Förvaltningsmodellens byggpelare

Långfristiga beslut (beta) >5 års sikt

- Dynamisk allokeringsprocess (DAA) som inkluderar både lång- och medellfristiga beslut med löpande anpassning av totalportföljens förväntade avkastning och risk till det övergripande avkastningsmålet
- Beslut implementeras genom investering i riskklasser
- Beslut baseras på långsiktiga prognoser på olika riskklassers avkastningspotential och risk, tillsammans med medellfristiga prognoser baserade på makroekonomisk analys samt marknadens värdering och riskaptit/sentiment
- VD ges mandat att implementera och förvalta portföljens risk inom av styrelsen givet mandat uttryckt i exponeringsintervall per riskklass
- Tre sätt att genomföra både långsiktiga och medellfristiga beslut beroende på vad som bedöms som mest effektivt
 - Placering i faktiska tillgångar inom betaförvaltningen (påverkar även betaförvaltningens jämförelseindex) och alternativa investeringar
 - Kapitallösa mandat genom overlay-strukturer inom dynamisk allokering
 - Placering i faktiska tillgångar inom dynamisk allokering

Medellfristiga beslut 1-5 års sikt

Absolut-avkastande strategier (<1 år)

- Aktiva kortfristiga investeringsstrategier (< 1 år) genom externa hedgefonder, interna riskmandat, försäkringsrelaterade investeringar samt övriga riskpremiestrategier (t.ex. volatilitet)

Extern vs. intern förvaltning

- 29% av kapitalet förvaltades via externa förvaltare per den 31 december 2016 (31% 2015)

Utvärdering

- Styrelsen ger fonden mandat uttryckt som risk- och exponeringsintervall per riskklass som rapporteras löpande till styrelsen
- Ny integrerad utvärderingsmodell av den dynamiska portföljen uppdelad i fyra delar togs i bruk 2012
 - Fondens långsiktiga mål om 4% real avkastning per år i snitt
 - Kostnadseffektivitetsanalys genomförd med hjälp av CEM
 - Långsiktig statisk portfölj över en konjunkturcykel
 - Intern kvalitativ utvärdering av allokeringsbeslut

¹ Enhanced beta (förvaltningsstil som med små avvikelser från index (liten aktiv risk) försöker överträffa index-avkastning)

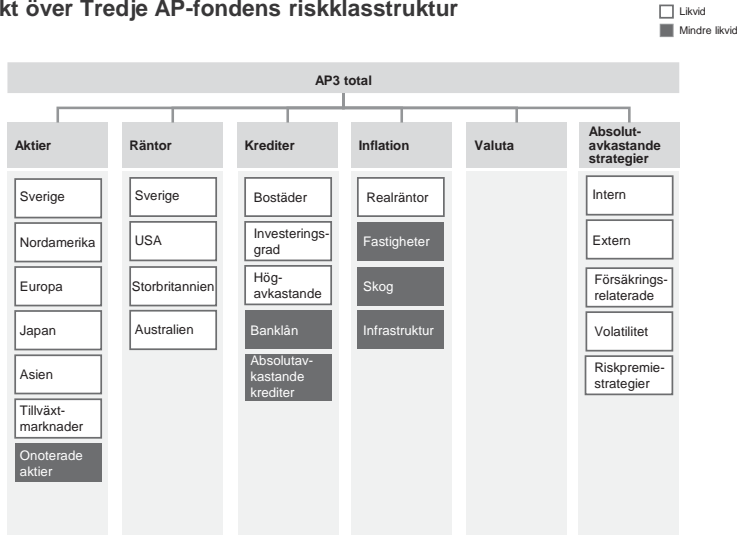
KÄLLA: Tredje AP-fonden

En av grundtankarna bakom Tredje AP-fondens förvaltningsmodell är att göra allokeringen mer dynamisk och flexibel. Styrelsen fattar beslut om exponeringsintervall för olika riskklasser. Därefter har VD mandat att implementera och förvalta portföljens risk inom de beslutade exponeringsintervallen. Implementering sker främst genom fondens betaportfölj och alternativa investeringar, men även inom kapitallösa mandat genom overlaystrukturer och placering i faktiska tillgångar inom dynamisk allokering.

Bild 23

TREDJE AP-FONDEN

Översikt över Tredje AP-fondens riskklasstruktur



KÄLLA: Tredje AP-fonden

Fonden verkar även genom kortsiktiga aktiva strategier (absolutavkastande strategier) med en tidshorisont som understiger 1 år. Förvaltningen sker genom externa hedgefonder, interna riskmandat, försäkringsrelaterade investeringar samt övriga riskpremiestrategier (till exempel investeringar i riskpremier som volatilitet). Per den 31 december 2016 förvaltades omkring 29 % av det totala kapitalet av externa förvaltare jämfört med 31% vid slutet av 2015.

Följande viktiga förändringar genomfördes av Tredje AP-fonden under 2016:

- Styrelsen beslutade om förändrade exponeringsintervall för den långsiktiga strategin för att minska känsligheten mot aktiemarknaden och inflation samt uppnå ökad långsiktig diversifiering. Intervallet för riskklass Aktier sänktes i april till 35-50 %, men höjdes i oktober tillbaka till 40-55 %. För riskklassen Inflation breddades och höjdes intervallet från 12,5-22,5 % till 15-30 % och för valuta sänktes intervallet från 15-30 % till 10-25 %.
- Fonden minskade sin faktiska allokering⁷⁷ mot riskklassen Räntor från 22 % till 18 % (-4 procentenheter) för att i stället öka inom riskklasserna Inflation och Krediter

⁷⁷ Baserat på marknadsvärde.

från 20 % till 22 % (+2 procentenheter) respektive 5 % till 7 % (+2 procentenheter). Ökningen i riskklassen Inflation var främst driven av ökade investeringar i fastigheter genom fortsatt expansion i fastighetsbolagen Trophi och Regio, samt att Trenum⁷⁸ gjorde sina första bostadsinvesteringar.

- Genomförd internalisering av kvantitativ portföljförvaltning bidrog till ökad kontroll av förvaltningen och kostnader.
- Fonden lade under 2016 om förvaltningen till aktiv kvalitetsinriktad förvaltning för ökat hållbarhetsfokus. Detta innebar bland annat ökade investeringar i gröna obligationer från SEK 4,5 miljarder till SEK 9,5 miljarder, 2 nya investeringar i infrastruktur för vattenrening om totalt SEK 1,3 miljarder, nya initiativ för hållbar förvaltning i tillväxtmarknader samt beslut om att övergå till GRI4-rapportering⁷⁹ (ett initiativ för ökad hållbarhetsrapportering).
- Tredje AP-fonden genomförde under året organisatoriska förändringar inom kapitalförvaltningen genom inrättandet av gruppen Portföljstrategi med en ny Chief Portfolio Risk Manager, samt inom risk och compliance genom ny Compliance Officer och ny chef för Riskkontroll och Avkastningsanalys.
- Ny lokal med flytt i mars 2017 för att effektivisera arbetssätt och spara kostnader i och med hyreshöjningar. Den nya lokalkostnaden ligger i nivå med den befintliga lokalen före hyreshöjningen.
- Fonden agerade även värd för IPC 2016 (International Pensions Conference), ett nätverk av framstående internationella pensionsfonder.

TREDJE AP-FONDENS RESULTAT 2001⁸⁰-2016

Fondens totala kapital ökade 2001-2016 från SEK 132 miljarder till SEK 324 miljarder. Fondens årliga avkastning efter kostnader var 6,1 % under perioden 2001-2016, 5,7 % under tioårsperioden 2007-2016, 10,9 % under femårsperioden 2012-2016 samt 9,4 % under 2016 (Bild 24). Detta innebär att Tredje AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsantagande under den senaste tioårsperioden 2007-2016, femårsperioden 2012-2016 samt under hela perioden sedan fondens start, 2001-2016. Fondens avkastning efter kostnader har varit högre än inkomstindex under samtliga nämnda tidsperioder.

Till fondens totala avkastning 2016 på 9,4 % bidrog fondens investeringar i de olika riskklasserna med följande avkastning: aktier 3,8 procentenheter, räntor 0,6 procentenheter, krediter 0,2 procentenheter, inflation 3,2 procentenheter, valuta 1,4 procentenheter och absolutavkastande strategier 0,3 procentenheter (samt kostnader -0,1 procentenheter).

⁷⁸ Ett nytt Joint Venture (samägt bolag) tillsammans med fastighetsbolaget Balder.

⁷⁹ Global Reporting Initiative.

⁸⁰ Avser 1 juli 2001.

Totalportföljens genomsnittliga årliga riskjusterade avkastning, mätt med en så kallad Sharpekvot, var 0,6 under perioden 2001-2016, 0,6 under tioårsperioden 2007-2016, 1,8 under femårsperioden 2012-2016 samt 1,6 under 2016.

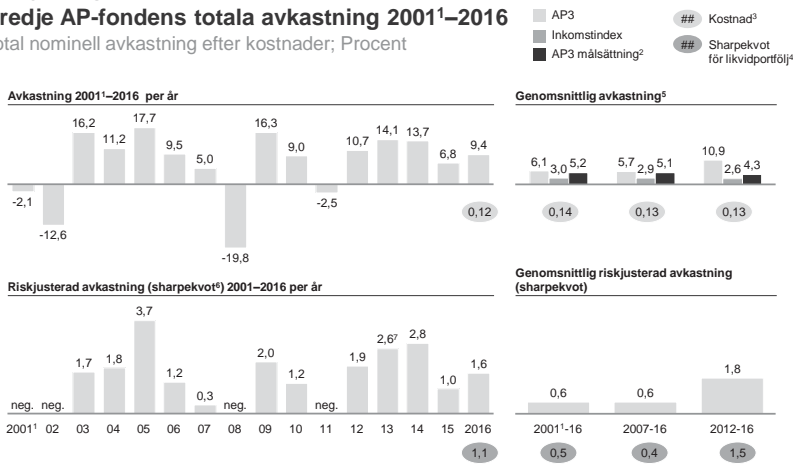
Fondens totala årliga kostnader⁸¹ under perioden 2001-2016 uppgick till i genomsnitt 0,14 % av fondens kapital. Fondens kostnader 2016 uppgick till 0,12 % av fondens kapital, vilket är i linje med fondens kostnader 2015 (0,12 %). Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar⁸².

Bild 24

TREDJE AP-FONDEN

Tredje AP-fondens totala avkastning 2001¹-2016

Total nominell avkastning efter kostnader; Procent



1 1 juli 2001. 2 Mätning på 4,0% i real avkastning. Den genomsnittliga årliga inflationen under 2001-15 har varit -1,2% baserat på inflationstakt mätt månadsvis från SCB
3 Provisions- och rörelsekostnad som andel av genomsnittet av årets ingående och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)
4 Likvidportföljen exkluderar investeringar i noterade aktier, fastigheter, jordbruk, skog, infrastruktur, konvertibler, divergerande strategier samt makro
5 Nominell avkastning sedan fondens start (2001-2015), senaste tio åren (2007-2016) samt senaste fem åren (2012-2016)
6 Sharpekvot för den totala portföljen, inklusive noterade samt onoterade tillgångar. Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel för 2001-10, 2-årig svensk statsobligation för 2011-13, 1-årenod på svenska statens-kurvan (YGTO021) för 2014-16 samt antagande om 260 handelsdagar
7 Beräknad sharpekvot avviker från redovisat värde på 2,8 för totalportföljen då fonden använder en annan riskfri ränta

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

⁸¹ Redovisade kostnader.

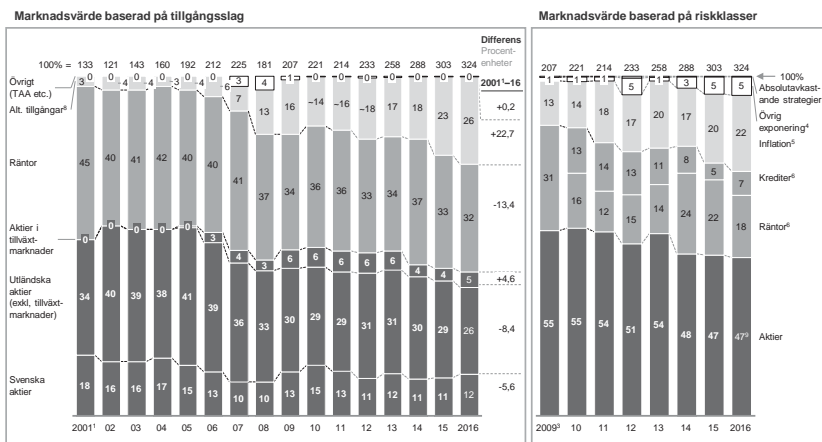
⁸² En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om den genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden (allt annat lika).

Bild 25

TREDJE AP-FONDEN

Tredje AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001¹-2016

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



1 1 juli 2001; 2 2010 skedde en övergång från tillgångsallokering till allokering enligt riskklass; 3 Allokering baserad på riskklass enligt 2010 års förvaltningsmodell; 4 Inom övrig exponering ingår uppriktade resultat från valutaexponering, indexlänkade tillgångar, konvertibler, divergerande- och makrostrategier; 5 Inflation utgörs av reseräntebestånd samt investeringar i skog, jordbruk, infrastruktur och fastigheter; 6 Uppdelningen mellan räntor och krediter fastställdes under 2010. Krediter består huvudsakligen av bostads- och företagsobligationer. För 2009 redovisas därför den sammanlagda allokeringen och för 2010 och framåt visas den uppdelade; 7 Tillgångsallokeringen för 2010-2016 är indutiv då en exakt konvertering av riskklasser till tillgångsklasser ej kan göras; 8 Alternativa investeringar (25,7%) består av fastigheter och skog (9,9%), private equity och infrastruktur (9,3%) samt nya strategier (6,5%) som i sin tur består av life sciences, hedge, agri, valuta och övrig exponering; 9 Allokering till aktier 1 p.e. högre än rapporterat på grund av inkludering av valutahedge om cirka 3,4 SEK miljarder, detta påverkar således även allokering till valuta med -1 p.e.

KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

Tredje AP-fondens allokering till riskklasser baserat på marknadsvärde ändrades under 2016 framförallt genom att fonden ökade allokeringen till Inflation och Krediter med 2 procentenheter vardera (20 % till 22 % respektive 5 % till 7 %) och minskade allokeringen till räntor med -4 procentenheter (22 % till 18 %). Fondens minskade även allokeringen till aktier med -1 procentenhet (till 47%⁸³) (Bild 27). En jämförelse av fondens allokering över tid blir indikativ, givet att fonden sedan 2010 baserar sin allokering på riskklasser istället för tillgångsslag. Värt att notera är att fondens allokering till riskklasser baserade på marknadsvärde skiljer sig mot fondens exponering mot riskklasser vilken hittas i fondens årsredovisning.

TREDJE AP-FONDENS AKTIVA AVKASTNING 2001⁸⁴-2016

Tredje AP-fonden har över tid utvecklat sin förvaltningsmodell. Som följd av detta har fonden ändrat definitionen och sättet att arbeta med aktiv förvaltning, vilket försvårar historiska jämförelser av aktiv avkastning. Vid utgången av 2016 definierade Tredje AP-

⁸³ En minskning från 47,4 % till 46,7 % (-0,7 procentenheter).

⁸⁴ Avser 1 juli 2001.

fonden den aktiva avkastning som meravkastning från totalportföljen jämfört med sin jämförelseportfölj, en långsiktig statisk portfölj bestående av noterade aktier och räntor.⁸⁵ I denna rapport definierades aktiv avkastning år 2001-2009 som aktiv förvaltning inom tillgångsslag (exklusive alternativa investeringar), avkastning från overlaymandat, samt allokeringseffekter. Under 2010-2015 definieras aktiv avkastning som resultatet från absolutavkastande strategier och avvikelser från jämförelseindex för betaförvaltningen, vilket skiljde sig från fondens definition av aktiv avkastning. Från och med 2016 definieras aktiv avkastning som justerad överavkastning inom totalportföljen och inom riskklasserna Aktier, Räntor, Kredit, Inflation samt Valuta, Absolutavkastande strategier samt Allokering. Denna metod skiljer sig från fondens beräkning av aktiv avkastning då avkastningen för jämförelseindexet justerats för att ta hänsyn till eventuella riskskillnader mellan Tredje AP-fonden och LSP på portföljnivå, samt inom respektive riskklass.⁸⁶

Med hänsyn till dessa förutsättningar visar en analys av Tredje AP-fondens aktiva avkastning att fonden har haft en genomsnittlig årlig aktiv avkastning på 0,4 % av likvidportföljen under perioden 2001-2016, 0,5 % under tioårsperioden 2007-2016, 0,8 % under femårsperioden 2012-2016, samt 2,3 % (motsvarande SEK 6,9 miljarder) under 2016 (Bild 26). Under 2016 bidrog riskklass Inflation med omkring 0,7 procentenheter till den aktiva avkastningen och valuta, absolutavkastande strategier och allokering bidrog med 1,5 procentenheter.

⁸⁵ Den långsiktiga statistiska portfölj (LSP) är en portfölj som utgör det absolut billigaste förvaltningsalternativet. LSP innehåller enbart noterade aktier (50 %) och räntor (50 %) som ska ha en real årlig avkastning om 4,0 % på lång sikt. Den aktiva avkastningen enligt fondens definition uppgick till 2,3 % under 2016.

⁸⁶ Jämförelseindex avkastning per riskklass justeras med en faktor motsvarande skillnaden i risk, mätt i volatilitet, mellan Tredje AP-fonden och LSP (Jämförelseindexet). För 2016 var justeringsfaktorn 0,0 % för Aktier, 58,1 % för Räntor, 15,4 % för Krediter och 44,8 % för Inflation. För den totala portföljen uppgick justeringsfaktorn till 0,6 % för 2016.

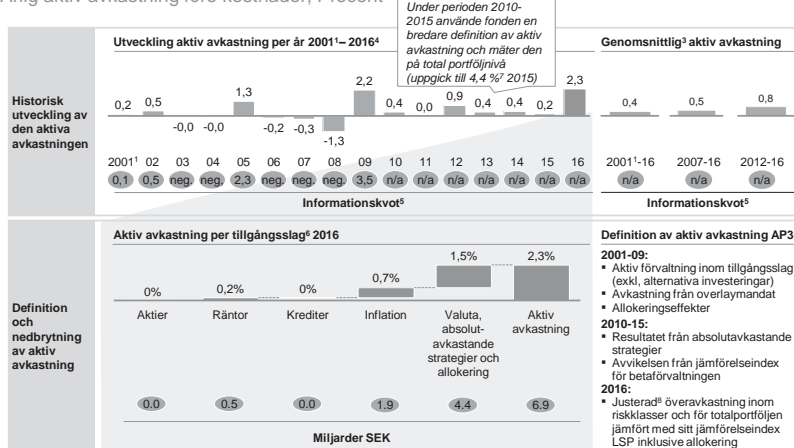
Bild 26

TREDJE AP-FONDEN

Tredje AP-fondens aktiva avkastning 2001–2016

FÖR DISKUSSION

Årlig aktiv avkastning före kostnader; Procent²



¹ Juli 2001; ² Beräknas mot likvidportföljen som bas; ³ Genomsnitt (aritmetiskt medelvärde) av den årliga aktiva avkastningen; ⁴ För 2010-2015 definieras procentuell årlig aktiv avkastning som den aktiva avkastningen (beräknat som summan av den dagliga avkastningen) i förhållande till medel av ingående och utgående balans; ⁵ Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett; ⁶ Annualiserad informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar; ⁷ Beräknas genom överavkastningen från jämförelseindex för varje tillgångsslag; ⁸ Den aktiva avkastningen mäts genom att jämföra fondens totalavkastning med avkastningen från ett lågkostnadsindex, en långsiktig statisk portfölj (LSP), som på sikt ska avkastna 4,0 % realt; ⁹ Avkastningen för jämförelseindex justeras per tillgångsclass med en hävstång som motsvarar den eventuella riskskillnaden (mätt i volatilitet) mellan AP3 och LSP. För 2016 var den totala justeringsfaktorn 0,6 %

KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

7. Grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Fjärde AP-fondens verksamhet 2016. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2016 och den totala avkastningen samt resultat från aktiv förvaltning 2001⁸⁷-2016.

FJÄRDE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSE 2016

Fjärde AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Fondens styrelse har satt ett avkastningsmål att i genomsnitt uppnå en real total avkastning på minst 4,5 % per år sett över lång tid. Fonden ska inom ramen för detta uppnå en genomsnittlig aktiv avkastning om 0,5 % per år för den aktivt förvaltade likvida portföljen över en rullande treårsperiod.

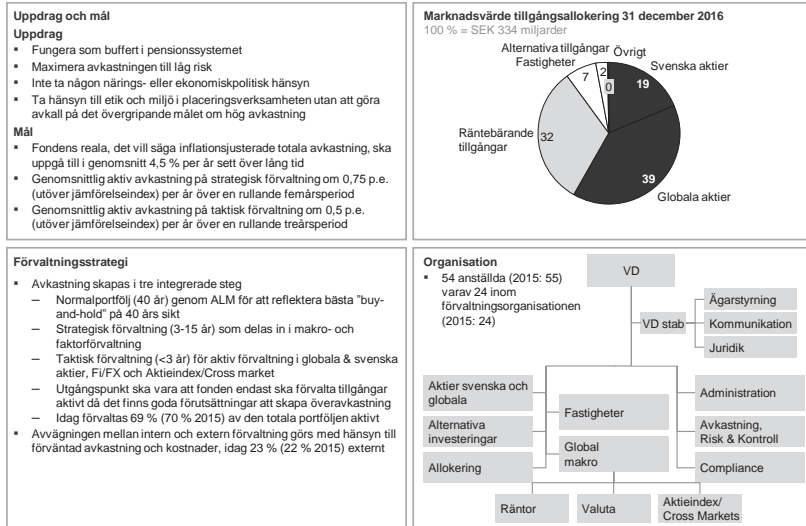
Vid utgången av 2016 hade fondens organisation 54 anställda varav 24 inom förvaltningen. År 2015 hade fonden 55 anställda varav 24 inom förvaltningen. Förvaltningsorganisationen är uppdelad i enheterna Svenska Aktier, Globala Aktier, Strategiska Investeringar och Fastigheter, Alternativa investeringar, Allokering och Global Makro som i sig är uppdelad i Räntor, Valuta och Aktieindex (Bild 27).

⁸⁷ Avser 1 juli 2001.

Bild 27

FJÄRDE AP-FONDEN

Beskrivning av Fjärde AP-fonden



KÄLLA: Fjärde AP-fonden

Fjärde AP-fonden införde under 2012 en ny förvaltningsstruktur som implementerades fullt ut från och med 2013 med syfte att tillvarata affärsmöjligheter med längre placeringshorisonter än tre år (Bild 28). Det nya inslaget i portföljstrukturen var en breddad och utökad strategisk förvaltning.

Fjärde AP-fondens förvaltningsmodell utgår från fyra hörnstenar: långsiktighet, hållbarhet, individ före modell och affärsmässighet (Bild 29). Fondens investeringsfilosofi bygger på tre steg: tidsdiversifiering genom nedbrytning av investeringshorisonten i tre tidsintervall, avvägning mellan aktiv och passiv förvaltning samt avvägning mellan extern och intern förvaltning som styrs av förväntad avkastning efter kostnader. Fonden arbetar på lång sikt med normalportföljen (den långsiktiga portföljen) med en horisont på 40 år. Normalportföljen baseras på en ALM-analys⁸⁸ och beslutas av styrelsen en gång per år. Normalportföljen kompletteras med den strategiska förvaltningen med en horisont på 3-15 års sikt. Den strategiska förvaltningen utgår från normalportföljen och är baserad på medelfristig marknadsanalys och portföljanalys. Den strategiska förvaltningen är uppdelad i makroförvaltning (aktiva positioner avseende

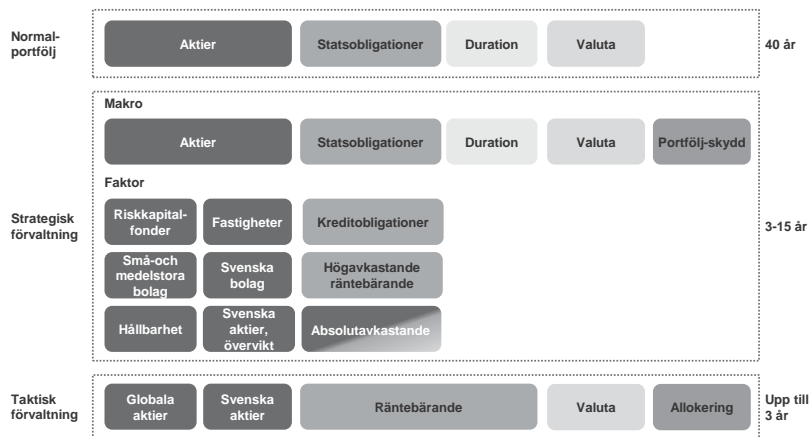
⁸⁸ Asset Liability Management – analys för att komma fram till den bästa tillgångsfördelningen för fonden på 40-års sikt, Normalportföljen, givet hur pensionssystemets skulder och tillgångar förväntas utvecklas under denna period.

aktier, obligationer, duration och valutor; sammansatt av index samt derivatpositioner) och faktorförvaltning (huvudsakligen investeringar i tillgångar med lägre likviditet indelat i underportföljer såsom fastigheter, svenska bolag, hållbarhet och riskkapitalfonder). Fondens styrelse har delegerat ett utvidgat mandat till VD för strategiska positioner och investeringar med ett tydligt riskmandat (medelfristig horisont på 3-15 år) på fem procentenheters avvikelse från normalportföljen (tracking error) och med ett mål för den strategiska aktiva avkastningen om 0,75 procentenheter över index över en femårsperiod. Fjärde AP-fondens nya VD inledde under slutet av 2016 ett förändringsarbete avseende fondens strategi, vilket innebär att fondens investeringsstruktur och organisation kommer att utvecklas under de kommande åren.

Bild 28

FJÄRDE AP-FONDEN

Fjärde AP-fondens förvaltningsstruktur 2016



KÄLLA: Fjärde AP-fonden

Bild 29

FJÄRDE AP-FONDEN

Fjärde AP-fondens förvaltningsmodell 2016

Investeringsfilosofi¹

AP4:s affärsfilosofi bygger på 4 hörnstenar:

- **Längsiktighet:** unikt mandat, lå volatilitet
- **Hållbarhet:** etik, miljö och bolagsstyrning är viktiga hållbarhetsaspekter som måste adresseras
- **Individ före modell:** individen skapar resultatet
- **Affärsmässighet, vad är bäst för pensionären?:** högst avkastning till lägsta möjliga kostnad

Förvaltningsbeslut i tre steg

- **Tidsdiversifiering –** Fondens långa mandat utnyttjas genom nedbrytning av investeringshorisonten i tre tidsintervall. Långfristiga-, strategiska- samt taktiska beslut.
- **Aktiv eller passiv förvaltning –** Fonden ska bara förvalta tillgångar aktivt när det finns goda förutsättningar att nå en positiv aktiv avkastning
- **Extern eller intern förvaltning –** Valet styrs av förväntad avkastning och kostnader

Förvaltningsmodellens byggpelare

Långfristiga beslut >40 års sikt	<ul style="list-style-type: none"> • Normalportfölj baserad på ALM-analys med 40 års sikt <ul style="list-style-type: none"> – Sammansatt endast av index – Bestämmer den långsiktiga tillgångs- och valutafördelningen • Utgör jämförelseindex för den strategiska förvaltningen • Beslutas av styrelsen
Strategiska beslut 3-15 års sikt	<ul style="list-style-type: none"> • Strategisk förvaltning med 3-15 år sikt baserad på medelfristig marknadsanalys och portföljanalys. Uppdelad i strategisk makroförvaltning och strategisk faktorförvaltning. <ul style="list-style-type: none"> – Makroförvaltningen tar aktiva positioner inom tillgångsslag som återfinns i normalportföljen såsom globala aktier, statsobligationer, duration och valutor. Sammansatt av index samt derivatpositioner. – Faktorförvaltningen tar aktiva positioner i tillgångsslag/riskklasser som i huvudsak inte återfinns i normalportföljen. Investeringarna är indelade i underportföljer såsom bland annat fastigheter, kreditobligationer, hållbarhet (miljö, etik och ägarstyrning) och riskkapitalfonder. • Strategiska portföljen utgör jämförelseindex för den taktiska förvaltningen • VD-mandat att frängå normalportföljen med 5,0% tracking error – alla strategiska förändringar rapporteras till styrelsen
Taktiska beslut Upp till 3 års sikt	<ul style="list-style-type: none"> • Den taktiska förvaltningen med upp till 3 år sikt sker i likvida aktier, obligationer, derivat etc. • VD (eller den VD utser) beslutar om investeringar (2,5% tracking error från den strategiska portföljen) <ul style="list-style-type: none"> – Främsta bidraget från den taktiska förvaltningen 2016 från räntebärande
Aktiv vs. passiv Förvaltning	<ul style="list-style-type: none"> • Förvaltningen sker genom aktiva eller passiva positioner. • 69% av tillgångarna förvaltades aktivt (70% 2015)
Extern vs. Intern förvaltning	<ul style="list-style-type: none"> • 23% av tillgångarna förvaltas externt (22% 2015), främst genom indexförvaltning av globala aktier
Utvärdering	<ul style="list-style-type: none"> • Fonden utvärderas utifrån tre perspektiv <ul style="list-style-type: none"> – Normalportföljen på 40 års sikt (utvärderas på lång sikt och sedan start) – Strategisk förvaltning på rullande 5 års perioder med normalportföljen som jämförelseindex – Taktisk förvaltning på rullande 3 års perioder med strategiska portföljen som jämförelseindex

¹ Investeringsfilosofin är under omarbetsning som del av fondens strategiska översyn
 KÄLLA: Fjärde AP-fonden

Taktisk förvaltning på upp till 3 års tidshorisont är också en viktig komponent i fondens förvaltningsmodell. Vidare förvaltas 23 % av fondens kapital externt (22 % 2015), främst i form av indexförvaltning av globala aktier. Målet för den taktiska förvaltningen är att skapa 0,5 procentenheter avkastning över den strategiska portföljen per år i genomsnitt över en treårsperiod.

Följande viktiga förändringar genomfördes av Fjärde AP-fonden under 2016:

- Fjärde AP-fonden har inte gjort några strategiska ändringar i sin normalportfölj.
- Fonden minskade under 2016 den faktiska allokeringen mot räntebärande tillgångar med cirka -2 procentenheter (34 % till 32 %) och ökade samtidigt exponeringen mot aktier i tillväxtmarknader med 1 procentenhet och mot fastigheter med 1 procentenhet. Inom fastigheter ökade andelen fondkapital mot noterade fastigheter från 0,7 % till 1,3 % (motsvarande omkring SEK 2,2 miljarder). Inom onoterade fastigheter har, bland annat, SEK 1,5 miljarder utfästs till Svenska Handelsfastigheter AB (cirka 0,4 % av totalportföljen)

- Under året fortsatte fonden arbeta med hållbarhet och klimat. Fonden deltog i initiativ avseende investererstöd för FN:s hållbarhetsmål⁸⁹. Klimatriskerna i tillgångarna sänktes genom investeringar i lågkoldioxidstrategier (utgör omkring 24 % av den globala aktieportföljen) samt i gröna obligationer. Under året avyttrades även tobaksinnehaven i portföljen. Utöver detta har Fjärde AP-fonden varit aktiva genom externa presentationer om fondens lågkoldioxidstrategier och gröna obligationer och anordnat seminarium om skatt och hållbarhet genom Etikrådet för svenska bolag och investerare.
- Fjärde AP-fonden hade under 2016 ett antal större förändringar i ledningsgruppen. I oktober tillträdde ny VD efter att tidigare VD och vice VD avgått. Vidare utsågs en ny ordförande under våren då föregående ordförande nått slutet av sitt förordnande efter 8 år. Fonden etablerade även en separat compliancefunktion.
- Fondens nye VD inledde under slutet av 2016 ett förändringsarbete avseende fondens strategi, vilket kommer att inkludera en översyn av investeringsstruktur och organisation.
- AP4 beslutade under året om flytt till mindre lokaler för att spara kostnader

FJÄRDE AP-FONDENS RESULTAT 2001⁹⁰-2016

Fondens totala kapital ökade 2001-2016 från SEK 132 miljarder till SEK 334 miljarder. Fondens årliga avkastning efter kostnader var 6,3 % under perioden 2001-2016, 6,7 % under tioårsperioden 2007-2016, 12,0 % under femårsperioden 2012-2016 samt 10,0 % under 2016 (Bild 30). Detta innebär att Fjärde AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsantagande under den senaste tioårsperioden 2007-2016, femårsperioden 2012-2016 samt under hela perioden sedan fondens start, 2001-2016. Fondens avkastning efter kostnader har varit högre än inkomstindex under samtliga nämnda tidsperioder.

Till fondens totala avkastning 2016 på 10,0 % bidrog fondens investeringar i de olika tillgångsslagen med följande avkastning: globala aktier 3,3 procentenheter, svenska aktier 2,2 procentenheter, räntebärande tillgångar 0,8 procentenheter, valuta 2,3 procentenheter, fastigheter 1,6 procentenheter, alternativa tillgångar 0,1 procentenheter och övrigt -0,2 procentenheter (samt kostnader -0,1 procentenheter)⁹¹.

⁸⁹ ("SDI"), analysverktyg för bolags arbete för att mäta och arbeta med CO2 ("TPI"), hållbar köttproduktion och begränsning av användning av antibiotika ("SP") samt hållbart fiske ("SI").

⁹⁰ Avser 1 juli 2001.

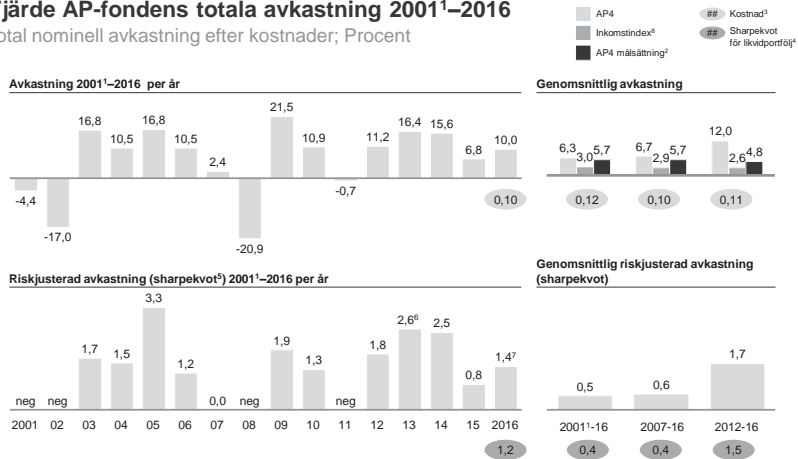
⁹¹ Nedbrytning av avkastningen är redovisade värden och adderar inte exakt ihop till avkastningen beroende på avrundningar samt eventuella periodiseringseffekter.

Bild 30

FJÄRDE AP-FONDEN

Fjärde AP-fondens totala avkastning 2001–2016

Total nominell avkastning efter kostnader; Procent



1 1 juli 2001
2 Fjärde AP-fondens genomsnittliga mätning är 4,5 % real avkastning över en 10-årsperiod. Den genomsnittliga årliga inflationen under 2001-15 har varit -1,1 % baserat på inflationstakt mätt månadsvis från SCB
3 Provisions- och rörelsekostnader som andel av genomsnittet av årets ingående och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)
4 Likvidportföljen omfattar placeringstillgångar exkl. investeringar i alternativa tillgångar, inkl. PE och fastigheter, samt högavkastande räntebärande tillgångar
5 Sharpekvot för den totala portföljen, inklusive noterade samt onoterade tillgångar. Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldsälv för 2001-10, 2-årig svensk statsobligation för 2011-13, 1-årsnot på svenska staten-kurvan (YCGT0021) för 2014-16 samt antagande om 260 handelsdagar
6 Avviket från redovisad sharpekvot om 2,8
7 Avviket från redovisad sharpekvot om 1,5 drivet av skillnader mellan beräkning över kalenderår respektive 260 handelsdagar
8 Inkomstindex från första januari 2001
KÄLLA: Fjärde AP-fonden; Riksbanken; SCB; McKinsey-analys

Totalportföljens genomsnittliga årliga riskjusterade avkastning, mätt med en så kallad Sharpekvot, var 0,5 under perioden 2001-2016, 0,6 under tioårsperioden 2007-2016, 1,7 under femårsperioden 2012-2016 samt 1,4⁹² under 2016.

Fondens totala årliga kostnader⁹³ under perioden 2001-2016 uppgick till i genomsnitt 0,12 % av fondens kapital. Fondens kostnader 2016 uppgick till 0,10 % av fondens kapital, vilket är något lägre än fondens kostnader 2015 (0,11 %). Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar⁹⁴.

Fjärde AP-fonden har under perioden 2001-2016 i sin faktiska portfölj främst minskat andelen i utländska aktier utanför tillväxtmarknader samt i svenska aktier. Samtidigt ökade allokeringen till onoterade fastigheter och till aktier i tillväxtmarknader (Bild 31). Sett till den nya förvaltningsmodellen ökade strategiska investeringar med cirka 2

⁹² Sharpekvoten om 1,4 skiljer sig från Fjärde AP-fondens redovisade sharpekvot om 1,5 då fonden använt en annan beräkningsmodell.

⁹³ Redovisade kostnader.

⁹⁴ En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden (allt annat lika)

procentenheter till 33 %⁹⁵ av totalt förvaltadt kapital medan den taktiska förvaltningen utgjorde 67 % av totala tillgångar.

Bild 31

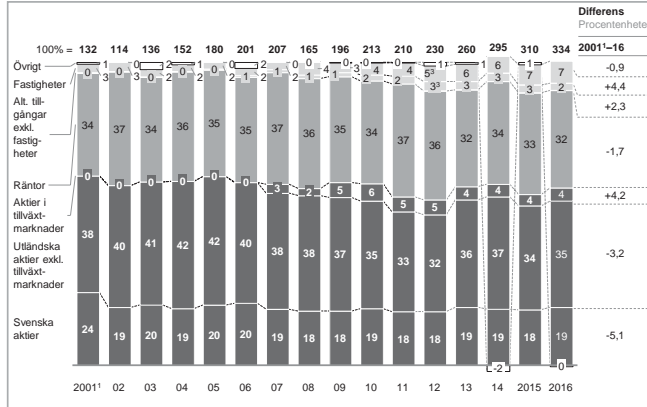
FJÄRDE AP-FONDEN

Fjärde AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001¹–2016

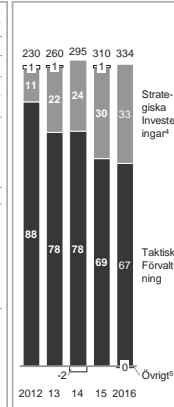
% av totala tillgångar Fjärde AP-fonden²; 100% = SEK miljarder

- Övrigt
- Alternativa tillgångar
- Räntebärande tillgångar
- Aktier

Marknadsvärde baserad på tidigare förvaltningsmodell



Marknadsvärde baserad på ny förvaltningsmodell



1 Avser 1 juli 2001
2 Den faktiska allokeringen den 31 december varje år
3 Tillgångsallokeringen till fastigheter samt andra alternativa tillgångar 2012 är ej helt jämförbar med 2011 då fastighetsinvesteringar motsvarande SEK 900miljoner klassificerades om från alternativa tillgångar till fastigheter vid årsräkningen 2011/12
4 Omfattar fastigheter, svenska strategiska aktier, aktier i tillväxtmarknader, private equity, ESG-investeringar, absolutavkastande strategier, högavkastande räntebärande
5 Omfattar bland annat passiv förvaltning, allokering och valuta
KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

FJÄRDE AP-FONDENS AKTIVA AVKASTNING 2001⁹⁶-2016

Fjärde AP-fonden har ändrat definitionen på vad som ingår i den aktiva avkastningen sedan 2001. År 2001-2007 definierades aktiv avkastning som förvaltning inom noterade tillgångsslag, avkastning från overlay-mandat, samt allokeringseffekter. År 2008-2011 definierades aktiv avkastning som förvaltning inom noterade tillgångsslag med en investeringshorisont på 0-1 år och avkastning från overlay-mandat (ej allokeringseffekter). Från och med 2012 definieras den aktiva avkastningen som resultat från den taktiska förvaltningen, vilket inkluderar förvaltning inom tillgångsslag med investeringshorisont på 0-3 år samt avkastning från overlay-mandat.

Med hänsyn till dessa förutsättningar visar en analys av Fjärde AP-fondens aktiva avkastning att fonden har haft en genomsnittlig årlig aktiv avkastning före kostnader på 0,1 % av likvidportföljen under perioden 2001-2016, 0,3 % under tioårsperioden

⁹⁵ 30,4 % till 32,6 %, en ökning om 2,2 procentenheter.
⁶⁷ Avser 1 juli 2001.

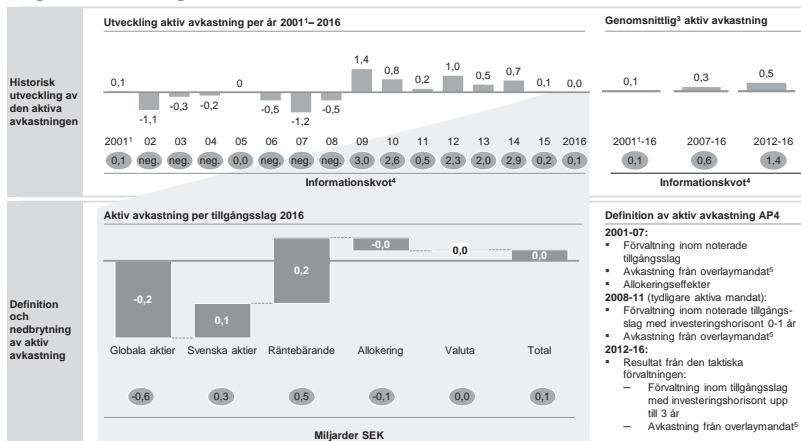
2007-2016, 0,5 % under femårsperioden 2012-2016, samt 0,0 % (motsvarande SEK 0,0 miljarder) under 2016 (Bild 32). Under 2016 bidrog räntebärande tillgångar och svenska aktier positivt till den aktiva avkastningen med 0,2 procentenheter respektive 0,1 procentenheter, medan globala aktier bidrog negativt med -0,2 procentenheter.

Bild 32

FJÄRDE AP-FONDEN

Fjärde AP-fondens aktiva avkastning 2001–2016

Årlig aktiv avkastning före kostnader; Procent²



¹ 1 juli 2001

² Beräknas mot noterade tillgångar som bas 2001-11. Från och med 2012 beräknas den aktiva avkastningen mot den taktiska portföljen som bas

³ Genomsnitt (aritmetiskt medelvärde) av den dagliga aktiva avkastningen

⁴ Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett. Annualiserad

⁵ Informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar

⁶ Utgörs av aktiv valutförvaltning samt taktisk allokering

KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

8. Grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Sjätte AP-fondens verksamhet 2016. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva förändringar i fondens organisation och strategi som genomförts under 2016 och att redovisa avkastningen från fondens totala portfölj samt de olika delarna i fondens investeringsverksamhet.

SJÄTTE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2016

Sjätte AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet, men skiljer sig från de andra fyra buffertfonderna i flera avseenden. Sjätte AP-fondens uppdrag är att uppnå långsiktigt hög avkastning med tillfredställande riskspridning genom att investera i riskkapital främst i noterade bolag.⁹⁷ Sjätte AP-fonden är en stängd fond, vilket innebär att fonden inte har några in- eller utflöden via pensionssystemet. Detta gör att fonden behöver arbeta med likviditetsplanering för att kunna göra uppföljningsinvesteringar i portföljbolag, nyinvesteringar i fonder samt täcka löpande kostnader.

Sedan fonden startades 1996 har Sjätte AP-fonden genomgått viktiga förändringar. Under perioden fram till 2003 bestod verksamheten främst av en kapitalförvaltning som investerade i noterade aktier. Fonden har successivt gått mot att investera en allt större andel i riskkapital i noterade aktier och 2003 avvecklades fondens kapitalförvaltning. Andra viktiga händelser i fondens historia inträffade 2006, 2009 och 2011. 2006 delades fondens verksamhet in i fyra affärsområden (Direktinvesteringar, Partnerinvesteringar, Life Science, Fondinvesteringar) som senare kompletterades med de tre affärsområdena Konvertibler, Nätverksinvesteringar och Regionala Investeringar. 2009 beslutade fonden att efter svaga resultat under fem år utvärdera närvaron inom segmentet för venture capital-bolag⁹⁸. 2011 fick fonden en delvis ny styrelse och 2012 en ny VD samt genomförde flera viktiga förändringar i fondens organisation och investeringsstrategi. Styrelsen förtydligade ägarens uppdrag och frångick fokus på ”små och medelstora svenska tillväxtföretag”, en ny investeringsstrategi introducerades på hög nivå med fokus på direktinvesteringar i mogna bolag med positiva kassaflöden samt fondinvesteringar i mogna bolag och Venture Capital, och en ny organisationsstruktur utvecklades med investeringsverksamheten samlad i de två affärsområdena Direktinvesteringar och

⁹⁷ Enligt styrelsens tolkning av lagstadgat mandat.

⁹⁸ Sjätte AP-fondens definition på venture capital-bolag är företag som vid investeringstidpunkten har en årlig omsättning på under SEK 200 miljoner och som har negativt kassaflöde alternativt behöver tillförsel av ägarkapital för fortsatt tillväxt.

Fondinvesteringar (Bild 33). I tillägg gjordes en genomlysning av alla portföljbolag, ett antal personer lämnade fonden och ersattes av nyrekryteringar, och styrelsen beslutade om ett nytt långsiktigt avkastningsmål, definierat som SHB Nordix All-Share Portfolio Index plus 2,5 procentenheter, som implementerades under 2012. Under 2013 upphörde indexet att publiceras externt, men har nu återskapats och uppdateras kontinuerligt av SIX. Indexet går under ett nytt namn, SIX Nordic 200 Cap GI, men återspeglar det tidigare indexet och fondens avkastningsmål är fortsatt definierat som indexet plus 2,5 procentenheter. Under 2015 fortsatte det förändringsarbete som påbörjades 2011 i enlighet med den då fastslagna strategin att rikta in sig på att göra färre men större direktinvesteringar i mogna bolag som minoritetsägare tillsammans med partners och därigenom minska antalet direktägda bolag i portföljen över tid från omkring 100 till ett tjugotal bolag.

2016 karaktäriserades av hög aktivitet för Sjätte AP-fonden, med följande viktiga händelser:

- Sjätte AP-fondens beslut om att anta en ny strategi har följts av ett mångårigt arbete med att ställa om portföljen. En viktig del i detta arbete genomfördes under 2016 i och med avyttringen av Norrporten som svarade för drygt en fjärdedel av fondens kapital. Vidare avslutades också försäljningen av Volvofinans Bank, ett av de andra stora innehaven i Sjätte AP-fondens portfölj. Likviditeten sysselsätts i enighet med en plan där investeringsaktiviteten under 2016 var den högsta på flera år. Bland annat genomfördes 9 nya direktinvesteringar under året, motsvarande SEK 1,7 miljarder, i tillägg till utfästelser motsvarande SEK 5,6 miljarder till 11 nya fonder.
- I och med avyttringen av Norrporten och Volvo Finans har marknadsvärdet för Sjätte AP-fondens direktinvesteringar minskat med omkring SEK 4,4 miljarder (från SEK 12,4 miljarder till SEK 7,9⁹⁹ miljarder). Försäljningarna har skapat en tillfällig överlikviditet i nuvarande portföljen, där likvider utgjorde omkring 41 % av det totala kapitalet vid utgången av 2016. Överlikviden kommer att sysselsättas löpande under de kommande 3 till 5 åren. Fonden gjorde nya utfästelser till externa riskkapitalfonder om cirka SEK 5,6 miljarder, varav SEK 1,7 miljarder inom Norden och SEK 3,9 miljarder utanför Norden. Totalt utfäst men ännu inte sysselsatt kapital till nya fonder uppgick vid årsskiftet till SEK 10,7 miljarder.
- Under året fortsatte fonden att utveckla sitt hållbarhetsarbete. Sjätte AP-fonden jobbar brett med hållbarhetsfrågor men under 2016 har särskilt fokus lagts på jämställdhet, mångfald, miljö och klimatavtryck. Sjätte AP-fonden har under året även utvecklat ett eget verktyg för ett ge konstruktiv feedback och rekommendationer för fortsatt utveckling av hållbarhetsarbetet hos befintliga samarbetspartners. Utöver detta inrättade fondens styrelse under året ett hållbarhetsutskott.

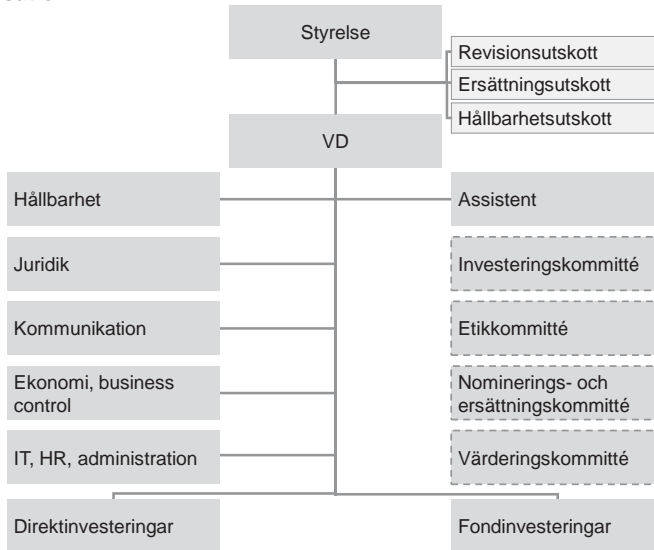
⁹⁹ Kapitalet inom direktinvesteringar minskade med SEK 4,444 miljarder från SEK 12,380 miljarder till SEK 7,936 miljarder.

- Fonden har infört ett nytt jämförelseindex kallat PE Benchmark. PE Benchmark består till 90% av Burgiss PE Europe All, ett benchmark för europeiska onoterade aktier, och till 10% av OMX T-Bill, ett benchmark för att täcka Sjätte AP-fondens likviditetsbehov om 10%. PE Benchmark används som ett komplement till existerande målsättningar och jämförelseindex vid analys av fondens avkastning.

Bild 33

SJÄTTE AP-FONDEN

Organisation



RESULTAT FÖR SJÄTTE AP-FONDENS TOTALA PORTFÖLJ 1997-2016

Sjätte AP-fondens kapital har vuxit från SEK 10,4 miljarder till SEK 28,1 miljarder sedan 1996 (Bild 34). Vid utgången av 2016 uppgick direktinvesteringarna till SEK 7,9 miljarder, fondinvesteringarna till SEK 8,9 miljarder och likviditetsförvaltningen till SEK 11,7 miljarder¹⁰⁰. Utöver detta finns SEK -0,3 miljarder allokerat i övrigt rörelsekapital. Det negativa rörelsekapitalet har uppstått på grund av genomförda affärer som inte ännu gått i likvid och därför bokförts som en skuld.

¹⁰⁰ Per december 2016 förvaltades cirka SEK 10,0 miljarder i ränteplasseringar och kassakontot samt cirka SEK 1,7 miljarder i den noterade småbolagsportföljen.

Bild 34

SJÄTTE AP-FONDEN

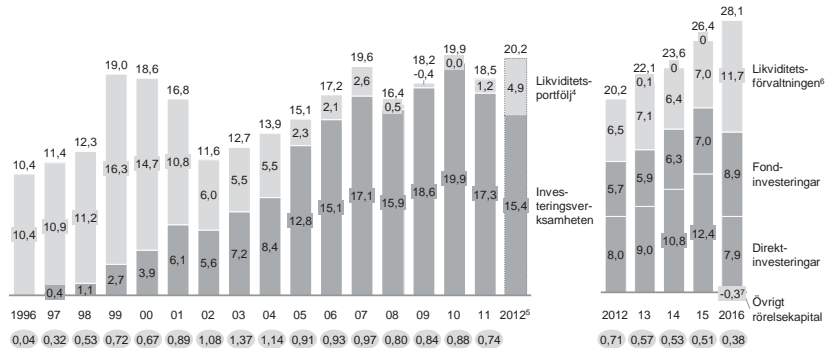
Portföljutveckling Sjätte AP-fonden 1996–2016

Totala tillgångar Sjätte AP-fonden¹; SEK miljarder

x Totala kostnader som andel av genomsnittligt förvaltad kapital²
 Procent

Utveckling av fondkapital per år 2001 - 2012 enligt tidigare definition

Fondkapital 2012 - 2016 enligt ny definition³



1 AP6 redovisningsprinciper inom tilläggslaget Private Equity. i) värdering görs vid årets utgång som inkluderar kvartal fyra, ii) försiktiga värderingsprinciper av direktinvesteringar i noterade tillgångar samt kostnadsförd samtliga tillgångsförda kostnader (inklusive förvaltningskostnader) och därmed infört i dessa i resultatet
 2 Totala kostnader enligt definition i fondens årsredovisning: externa management fees kostnadsförs inom det oreviderade resultatet
 3 Enligt den nya definitionen redovisas fond- och direktinvesteringar separat. Noterade småbolag redovisas som en del av likviditetsförvaltningen. Sedan 2014 ingår även hedgar i investeringsverksamheten vilka tidigare tillhört interbanken
 4 Sedan 2003 interbanken, i interbanken ingår förutom kreditutrynjande även korta tillgångar/skulder samt eventuellt övrigt kapital som inte är klassificerat att ingå i investeringsverksamheten
 5 Redovisas enligt tidigare definition för jämförbarhet med historisk utveckling
 6 Per december 2016 förvaltades cirka 1,7 SEK miljarder i den noterade småbolagsportföljen samt cirka 10,0 SEK miljarder i räntaplaceringar och kassakontot
 7 SEK -0,3 miljarder i rörelsekapitalet har uppstått på grund av genomförd affär som ej gått till likvid och därför bokförts som en skuld
 KÄLLA: Sjötte AP-fonden; McKinsey-analys

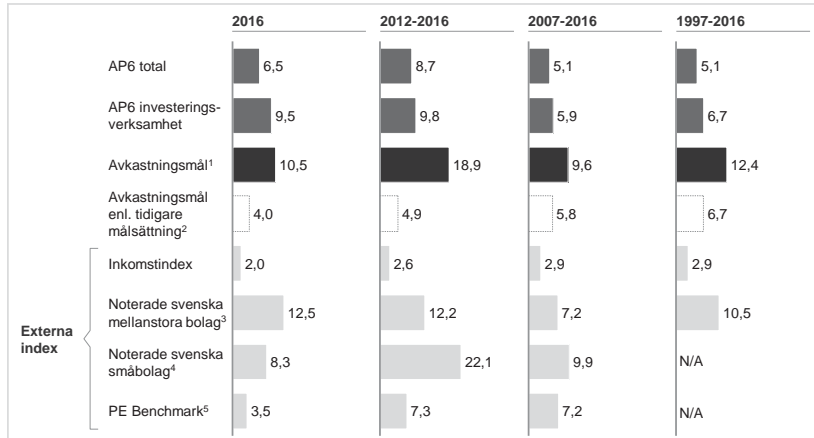
Fondens utveckling motsvarar en avkastning efter kostnader på 5,1 % per år sedan start (1997-2016), 5,1 % per år över tioårsperioden 2007-2016 samt 8,7 % per år över femårsperioden 2012-2016 (Bild 35). Avkastningen under 2016 var 6,5 % eller SEK 1,7 miljarder, jämfört med 12,2% för 2015. Den lägre avkastningen 2016 är till hög grad påverkad av den stora likviditet som Sjötte AP-fonden håller efter försäljningen av Norrporten och Volvo Finans. Detta innebär att fonden inte har nått upp till styrelsens nya avkastningsmål under någon av dessa tidsperioder. Det är dock värt att notera att det avkastningsmål som infördes 2012 är anpassat för den nya investeringsstrategin som beslutades 2011, vilket gör avkastningsmålet mindre relevant för perioden före 2012.

Bild 35

SJÄTTE AP-FONDEN

Resultat Sjätte AP-fondens totala portfölj

Genomsnittlig årlig avkastning efter totala kostnader; Procent



1 Nytt avkastningsmål sedan 2012: SIX Nordic 200 Cap GI (gamla SHB Nordic All-Share) + riskpremie om 2,5%, baserat på fondens riskprofil och kassaallokering
2 Baserat på den målsättning som användes 2003-11: 4,5 % plus reporänta. Före 2003 var målet ett börsindex. Under 2016 var reporäntan -0,48%, under 2012-2016 var reporäntan 0,43%, under 2007-2016 var reporäntan 1,26% samt under 1997-2016 var reporäntan 2,24%
3 Total avkastning för MSCI Swedish Mid cap (för svenska mellanstora bolag)
4 Total avkastning för MSCI Swedish Small cap (för svenska småbolag)
5 Total avkastning för Burgess PE Europe All (visar avkastningen för en medianfond i Europa inom samtliga PE-strategier, för att vara rättvisande har detta benchmark justerats för ett likviditetsbehov om 10%, således består resultat till 90% av utvecklingen av noterade tillgångar och 10% av OMX T-Bill)
KÄLLA: Sjätte AP-fonden; McKinsey-analysis

Sjätte AP-fondens uppdrag och portföljsammansättning samt att fonden är stängd försvårar en direkt jämförelse av fondens avkastning med externa benchmark.¹⁰¹ Som referens har dock fondens avkastning under den senaste tioårsperioden 2007-2016 varit lägre än index för noterade svenska småbolag (MSCI Swedish Small Cap) och svenska mellanstora bolag (MSCI Swedish Mid Cap), men högre än inkomstindex och PE Benchmark, det jämförelseindex som Sjätte AP-fonden introducerade under 2016.

Fondens redovisade kostnader, exklusive externa förvaltningskostnader för onoterade innehav, har under 2007-2016 varierat mellan SEK 105 och 180 miljoner per år. 2016 uppgick dessa kostnader till SEK 105 miljoner (0,4 %), varav SEK 92 miljoner utgjordes av interna förvaltningskostnader och gemensamma kostnader. Det här innebär att fondens kostnader har motsvarat 0,4-1,0 % av det genomsnittliga kapitalet sedan 2007. Fonden betalar även externa förvaltningskostnader för onoterade innehav (Management Fees). Management Fees uppgick 2016 till SEK 267 miljoner (1,0 % av totalt kapital), en ökning jämfört med perioden 2013 till 2015 då Management Fees uppgick till omkring SEK 140 miljoner till SEK 170 miljoner (0,6 % till 0,7 % av totalt kapital). I jämförelse

¹⁰¹ Jämförelsen försvåras då detta i praktiken innebär att Sjätte AP-fonden behöver hålla en likviditetsreserv.

med övriga AP-fonder är kostnaden högre som andel av totalt kapital, men jämförelsen har begränsad relevans givet fondernas olika verksamhetsinriktningar. Investeringar i onoterade aktier direkt eller via fonder är dyrare än investeringar i noterade värdepapper. Liksom för de andra AP-fonderna bör kostnaderna sättas i relation till avkastningen.

RESULTAT FÖR SJÄTTE AP-FONDENS INVESTERINGSVERKSAMHET 1997-2016

Under perioden 2007-2016 genererade Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet en avkastning på 5,9 % per år, vilket är lägre än fondens avkastningsmål för perioden. Som lyfts fram ovan, är det värt att notera att fondens strategi och definition av målsättning har ändrats över tid, vilket gör att den nya målsättning som definierades 2012 är mer relevant för fondens nya strategi än den historiska portföljsammansättningen och strategin. Fondens nya målsättning är definierad som ett externt aktieindex plus ett påslag för att fånga fondens ambition att skapa överavkastning och det premium fonden bör kräva i sina investeringar på grund av den låga likviditeten. En jämförelse med den nya målsättningen försvaras dock i ett kortare perspektiv av att fondens investeringar i onoterade tillgångar värderas enligt principer som ej tar hänsyn till upp- eller nedgångar på börsen. Detta innebär att fondens avkastning har svårt att mäta sig med referensindex som är kopplade till börsen (till exempel fondens eget långsiktiga avkastningsmål) under perioder av kraftig börsuppgång som under de senaste åren, och tvärtom under perioder av fallande börsvärderingar.

Inom de olika marknadssegmenten har avkastningen varierat kraftigt (Bild 36). Segmentet mogna bolag ("Buyout") har genererat en årlig avkastning på 9,2 % i direktinvesteringar och 11,8 % i fondinvesteringar (totalt 10,1 %) under 2007-2016, vilket är strax över det totala avkastningsmålet på 9,6 %, högre än index för noterade svenska mellanstora bolag (7,2 %), PE Benchmark (7,2 %) samt noterade svenska småbolag (9,9 %). Investeringarna i Venture Capital har påverkat resultatet för investeringsportföljen negativt under 2007-2016 och uppgick till -12,7 % per år för direktinvesteringar och till +1,7 % per år för fondinvesteringar (totalt -6,0 % per år). Därmed nådde inte investeringar i Venture Capital upp till fondens avkastningsmål eller index för noterade svenska små- och mellanstora bolag. Sedan 2014 avkastar dock både direktinvesteringar och fondinvesteringar i Venture Capital positivt, och under 2016 var avkastningen för båda investeringssegmenten 8,0 %. Under samma period, 2016, genererade investeringar i mogna bolag en avkastning på 11,1 % i direktinvesteringar och 8,1 % i fondinvesteringar (totalt 9,8 %). Därmed uppnådde direktinvesteringar i mogna bolag det totala avkastningsmålet om 12,5 %, medan fondinvesteringar inom samma segment avkastade lägre än avkastningsmålet. Ingen investeringskategori överträffade index för noterade svenska mellanstora bolag (12,5 %), men däremot överträffade avkastningarna från både direktinvesteringar och fondinvesteringar jämförelseindexet PE Benchmark (3,5 %). Avkastningen från direktinvesteringar i mogna bolag överträffade även index för noterade svenska småbolag (8,3 %).

Bild 36

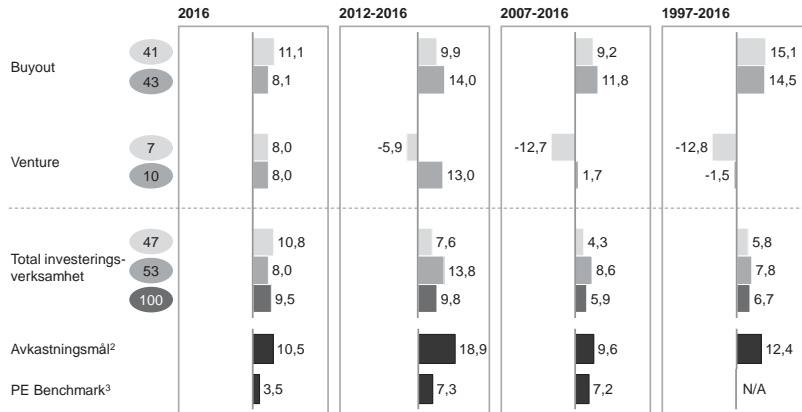
SJÄTTE AP-FONDEN

Resultat Sjötte AP-fondens investeringsverksamhet¹

IRR (efter externa kostnader); Procent

Andel av den totala investeringsverksamheten 2016, %⁴

■ Direktinvesteringar
■ Fondinvesteringar
■ Total fond- och direktinvesteringar



1 Från och med 2012 inkluderas endast investeringar i direkt- samt fondinvesteringar (ej noterade småbolag) i investeringsverksamheten. Den historiska analysen utgår ifrån denna definition (noterade småbolag är ej inkluderade)

2 Nytt avkastningsmål sedan 2012: SIX Nordic 200 Cap GI (gamla SHB Nordix All-Share) + riskpremie om 2,5% baserat på fondens riskprofil och kassaallokering

3 Nytt benchmark sedan 2016: 90% Burgiss PE Europa All, 10% OMX T.SBI

4 Exklusive kvarvarande utfäst kapital om cirka SEK 11 miljarder (SEK -10,7 miljarder till Fondinvesteringar samt SEK -0,3 miljarder till Direktinvesteringar)

KÄLLA: Sjötte AP-fonden; McKinsey-analys

Det är värt att notera att avkastningen för fondinvesteringar i mogna bolag var avsevärt lägre 2016 (8,1 %) än historiskt. Omställningen av portföljen har resulterat i ett historiskt sett högt utfäst kapital inom fondinvesteringar, omkring SEK 11 miljarder. Detta gör att den totala portföljen av fondinvesteringar är relativt ung, vilket i det korta perspektivet leder till en avkastning som är lägre än historiskt.

9. Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Sjunde AP-fondens verksamhet 2016. Utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2016 och den totala avkastningen samt resultat från aktiv förvaltning 2001-2016.

SJUNDE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSE 2016

Sjunde AP-fonden är det statliga alternativet i Premiepensionssystemet. Pensionsmedlen kommer från sparare som avstått från att välja fonder eller sparare som aktivt önskar ett långsiktigt pensionssparande i statlig regi. Från maj 2010¹⁰² har Sjunde AP-fonden på riksdagens uppdrag¹⁰³ förnyat det statliga erbjudandet i premiepensionssystemet med målsättningen att den sammanlagda statliga pensionen ska bli högre. I och med detta ersattes Premiesparfonden och Premievals-fonden av Sjunde AP-fondens så kallade byggstensfonder AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Sex nya produkter lanserades (alla kombinationer av de två byggstensfonderna), varav AP7 Såfa (Statens Årskullsförvaltningsalternativ) är förvalsalternativet för dem som inte aktivt väljer en förvaltare i premiepensionssystemet (Bild 37).

Grundfilosofin i Sjunde AP-fondens förvaltningsstrategi är passiv förvaltning men fonden förvaltar även en del av kapitalet aktivt (omkring 6 % under 2016). Två andra grundprinciper i Sjunde AP-fondens förvaltningsfilosofi är stordriftsfördelar och hänsyn till den totala statliga pensionen. Fondens målsättning är att uppnå stordriftsfördelar genom att Sjunde AP-fonden endast har två underliggande fonder (AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond), vilket bland annat syftar till att leda till lägre transaktionskostnader. Hänsyn till den totala allmänna pensionen, där premiepensionen endast utgör en liten del och resterande del (inkomstpensionen) följer pris- och löneutvecklingen i den svenska ekonomin¹⁰⁴, innebär att Sjunde AP-fonden vill skapa en hög aktierisk i AP7 Såfa upp till 55 års ålder genom att öka aktieexponeringen med hjälp av en hävstång med syfte att öka möjligheten till hög avkastning.

¹⁰² Flytt av kapital skedde den 21 maj och 22-23 maj var ej handelsdagar.

¹⁰³ Till följd av en lagändring (på förslag av regeringen).

¹⁰⁴ Inkomstpensionen har därmed en låg risk.

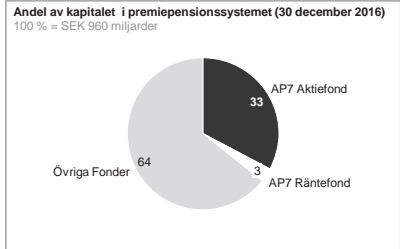
Bild 37

SJUNDE AP-FONDEN

Beskrivning av Sjunde AP-fonden 2016

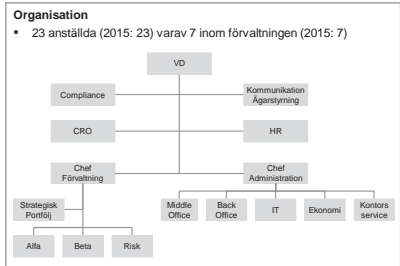
Uppdrag och mål

- Uppdrag
 - AP7 förvaltar sedan november 2000 förvalsalternativet i premiepensionssystemet:
 - Premiesparfonden fram till den 21 maj 2010
 - AP7 SÅFA (som är en kombination av AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond) sedan den 24 maj 2010
 - AP7 tillhandahåller ytterligare 3 fondportföljer samt AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond
 - Fondmedlen skall, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås
- Mål
 - Styrelsen i AP7 fastställer avkastningsmålen för respektive fond
 - AP7 SÅFA: Avkastningen ska minst motsvara genomsnittet för fonderna i premiepensionssystemet
 - AP7 Aktiefond: Överträffa jämförelseindex¹
 - AP7 Räntefond: Följa jämförelseindex (HMT74)
 - Mål för aktiv avkastning i 3 delar: taktisk allokering, allmandat, PE



Förvaltningsstrategi

- Grundfilosofin för AP7 är passiv förvaltning
- Två av AP7:s ledstjärnor är
 - Stordriftsfördelar (AP7 har endast 2 underliggande fonder: AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond)
 - Hänsyn till den totala statliga pensionen (innebär att AP7 har en hög risk och använder en hävstång för ökad aktieexponering)
- AP7 Aktiefond:
 - Global inriktning (97 % globala aktier)
 - Hävstång (USD-finansierad) som innebär en strategisk aktieexponering på 135 % (135 % MSCI World Index)²
 - Aktiv förvaltning på utvalda marknader (fokus på kort till medellång sikt)
- AP7 Räntefond:
 - Främst svenska ränterelaterade instrument med låg kreditrisk
 - Genomsnittlig räntebindningstid normalt 2 år
 - Extern förvaltning: -97% (AP7 Aktiefond) 0% (AP7 Räntefond)
 - Aktiv förvaltning: -6% (AP7 Aktiefond), 2% (AP7 Räntefond)³



¹ Det benchmark som används består av 1 x MSCI World (omräknat i SEK) + 0,35 x MSCI World (i USD) samt justering för finansiering av hävstång
² På grund av nuvarande börsvärdering har styrelsen beslutat att tillfälligt minska hävstången från 35% till 25%
³ Avser gröna obligationer
 KÄLLA: Sjunde AP-fonden

AP7 Aktiefond har en global inriktning med 97 % globala aktier, en hävstång som innebär en strategisk inriktning på 135 % global aktiemarknadsexponering och aktiv förvaltning på utvalda marknader med fokus på kort till medellång sikt. Aktiefonden är externt förvaltd till 97 % och har som mål att överträffa jämförelseindex¹⁰⁵. AP7 Räntefond innehåller främst svenska ränterelaterade instrument med låg kreditrisk och har normalt en genomsnittlig räntebindningstid på 2 år. Fonden är internt förvaltd och förvaltas sedan 2012 passivt förutom för gröna obligationer vilka utgjorde 2 % av ränteportföljen 2016. AP7 Såfa är en typ av åldersanpassad portfölj med en kombination av AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond som förändras med spararnas ålder. I unga år är risken högre, för att sparpengarna ska kunna öka mer i värde.¹⁰⁶ När pensionsspararen blir äldre minskas risken för att ge större trygghet. Detta betyder praktiskt att alla pengar ligger i AP7 Aktiefond för pensionsspararen fram till 55 års ålder. Därefter omfördelas pengarna stegvis till AP7 Räntefond med drygt 3 % per år fram till 75 års ålder. Fördelningen i AP7 Såfa från och med att spararen är 75 år är 67 % AP7 Räntefond och

¹⁰⁵ 1 x MSCI World (omräknat i SEK) + 0,35 x MSCI World (i USD) samt justering för finansiering av hävstång.

¹⁰⁶ Högre risk möjliggör en högre förväntad avkastning över tid.

33 % AP7 Aktiefond. Målet för AP7 Såfa är att uppnå en avkastning som överträffar genomsnittet för de privata fonderna i premiepensionssystemet.

Sjunde AP-fonden har vidare ett tredelat mål för medelfristig (5-10 år) och aktiv avkastning:

- Taktisk allokering¹⁰⁷: 225 miljoner per år över en rullande femårsperiod.
- Alfamandat: 225 miljoner för 2016.
- Riskkapital: 2 procentenheter över MSCI All Country World Index per år över en rullande 10-årsperiod.

Vid utgången av 2016 hade fondens organisation 23 anställda varav sju inom förvaltningen. Även år 2015 hade fonden 23 anställda varav sju inom förvaltningen. Förvaltningsorganisationen består av funktionerna Alfa, Beta och Risk samt Strategisk portfölj.

Sjunde AP-fonden genomförde följande viktiga förändringar under 2016:

- Fonden designade under 2016 en ny strategisk portfölj i syfte att reducera risken med bibehållen förväntad avkastning. Implementering förväntas pågå i 3 år med inledning under första kvartalet 2017 och inkluderar bland annat en diversifiering av portföljen genom ett allokeringsskifte från globala aktier¹⁰⁸(-5 procentenheter) till aktier i tillväxtmarknader (+5 procentenheter), en ökad allokering mot onoterade bolag (+1 procentenhet) samt introduktion av alternativa riskpremier i portföljen (alternativa riskpremier avser instrument med en annan riskfaktor än aktie- och räntemarknaden, till exempel värde och kvalitet). Vid ett senare tillfälle kommer även småbolag att introduceras till portföljen.
- En ytterligare del i implementeringen av den nya portföljen var att hävstången minskade från 50 % till 35 %. Den faktiska hävstången behölls under 2016 vid 25 %, reducerad ytterligare 10 procentenheter under normalnivån på 35 %. Den reducerade hävstången är ej ett taktiskt beslut, utan ett beslut av styrelsen med hänsyn till börsens nuvarande värderingar samt fondens risktolerans.
- Utöver detta skickade fonden under 2016 in en ansökan till Finansinspektionen om att byta riskmetod från åtagandemetoden till relativ Value-at-Risk (VaR), i syfte att bättre spegla fondens riskprofil.
- Under året har fonden fortsatt arbetet med hållbarhet genom ny strategi inom aktie- och räntefonden. Som en del i hållbarhetsarbetet har Sjunde AP-fonden etablerat en

¹⁰⁷ Avsteg från den strategiska hävstången på 50 %.

¹⁰⁸ Globala aktier innefattar ACWI bestående av 90 % aktier i utvecklade marknader samt 10 % aktier i tillväxtmarknader.

intern tvärgrupp (klimatgruppen) bestående 6-7 personer från bland annat portföljförvaltningen, hållbarhetsavdelningen och VD. I tillägg har fonden utökat grunden för dess normbaserade exkludering, *Svarta Listan*, till att även innefatta bolag som verkar i strid med Parisavtalets intentioner, samt inkluderat gröna obligationer i AP7-Räntefond..

- Sjunde AP-fonden beslutade under 2016 om ett lokalbyte i syfte att spara kostnader och förbättra samarbetet. Flytten kommer att genomföras i mars 2017.

SJUNDE AP-FONDENS RESULTAT 2001-2016

Sjunde AP-fonden förvaltade vid slutet av 2016 35,7 % av totala premiepensionssystemets kapital, varav 32,8 % i AP7 Aktiefond och 2,9 % i AP7 Räntefond (Bild 38). Sedan år 2001 har Sjunde AP-fondens andel av totala premiepensionssystemet ökat med totalt 5,4 procentenheter.

Fondbolagets faktiska kostnader, inklusive courtage för Aktiefonden, som andel av kapital för Aktiefonden och Räntefonden 31 december 2016 uppgick till 0,06 % (0,08 % 2015). Förvaltningsavgiften för AP7 Aktiefond respektive AP7 Räntefond uppgick 2016 till 0,11 % (0,12 % 2015) respektive 0,04 % (0,05 % 2015) av fondens förmögenhet. Genomsnittlig förvaltningsavgift hos de omkring 850 fonder som ingick i premiepensionssystemet 31 december 2016 var 1,06 % (0,30 % efter rabatter).

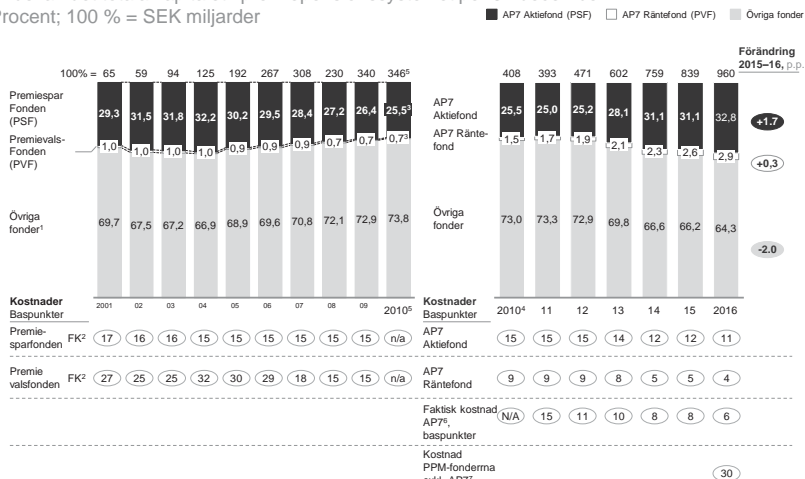
Bild 38

SJUUNDE AP-FONDEN

Utveckling av det totala kapitalet i premiepensionssystemet 2001–2016

Andel av det totala kapitalet i premiepensionssystemet per 31 december³

Procent; 100 % = SEK miljarder



1 -850 valbara fonder per 31 december 2016. 2 FK: förvaltningskostnader. 3 För 2010: 21 maj 2010
4 31 december 2010; 5 31 maj 2010; 6 Kapital för aktiefond och räntefond i förhållande till kapital; 7 Kostnad för premiepensionssystemet exkl. AP7, efter rabatter, i förhållande till kapital

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

Under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2016 genererade förvalsalternativet Såfa i genomsnitt en avkastning på 14,8 % per år, medan premiepensionsindex hade en genomsnittlig avkastning på 8,3 % per år (Bild 39). 2016 var avkastningen på Såfa 15,5 %, jämfört med 8,8 % för premiepensionsindex.

Sjunde AP-fondens Aktiefond avkastade 18,1 % 2016 och i genomsnitt 15,9 % per år under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2016. Aktiefondens avkastning låg över fondens jämförelseindex under 2016 och strax under jämförelseindex för perioden 24 maj 2010 till 31 december 2016. Aktiefondens avkastning överträffade MSCI All Country World Index under båda perioderna.

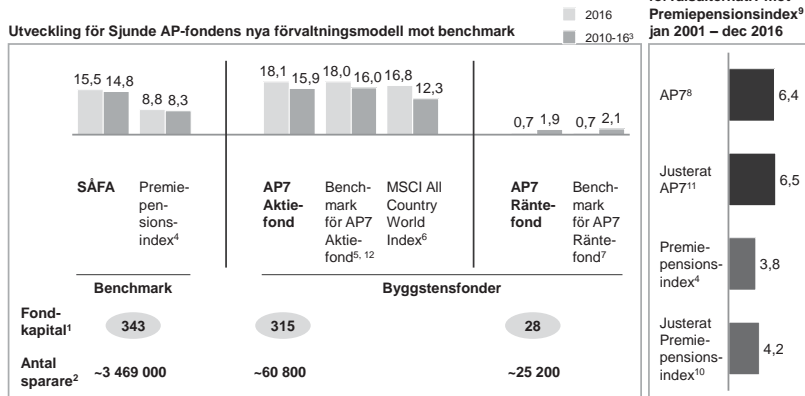
Sjunde AP-fondens Räntefond avkastade 0,7 % 2016 vilket var i linje med jämförelseindex, och avkastade i genomsnitt 1,9 % per år under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2016, 0,2 procentenheter lägre än fondens jämförelseindex.

Bild 39

SJUNDE AP-FONDEN

Utveckling för Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell 24 maj 2010 – 31 dec 2016

Årlig avkastning; procent



¹ Övrigt kapital investerat via Försiktig, Balanserad och Offensiv; ² Avser de sparare som aktivt valt att investera hela eller delar av sin portfölj i en av byggstiftelserna (investeringar via Såfa och statens fondportföljer ej inkluderade) 2016-12-31; ³ Geometriskt snitt av den årliga avkastningen 24 maj 2010-31 dec 2015. Fonden har sedan 2014 ändrat definitionen på aktiv avkastning i AP7 Aktiefond till att inkludera ävren PE och kassa; ⁴ Genomsnittlig avkastning för fonderna i premiepensionsindexet (exklusive AP7:s produkter); ⁵ AP7:s benchmark för AP7 Aktiefond kommer ett normalt bestå av 1 x MSCI ACWI (i SEK) + 0,35 x MSCI ACWI (i USD) samt justering för finansiering av hävstång. För 2010 är benchmark anpassat för hävstångens successiva uppbyggnad under året; ⁶ SEK men ej valutasekrat; ⁷ HMSCI3 för 2010 och HMT74 för 2011; ⁸ Utgår av PSF jan 2001-maj 2010 och Såfa maj 2010-dec 2015; ⁹ Såfa bestod den 30 december 2015 av 92,2% AP7 Aktiefond och 7,8% AP7 Räntefond; ¹⁰ Genomsnittlig avkastning för premiepensionsindex justerat för avgifter och rabatter; ¹¹ Utgår av PSF jan 2001-maj 2010 och Såfa maj 2010-dec 2015, justerat för avgifter och rabatter; ¹² Benchmark baseras på daglig stängningskurs, vilket skiljer sig med AP7:s officiellt rapporterade siffror som baseras på daglig NAV-kurs (16,5% för 2016)

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

För perioden sedan start, 2001-2016, har Sjunde AP-fondens förvalsalternativ¹⁰⁹ i genomsnitt avkastat 6,4 % per år jämfört med 3,4 % per år för premiepensionsindex. Justerat för rabatter¹¹⁰ var den genomsnittliga avkastningen för Sjunde AP-fondens förvalsalternativ under samma tidsperiod 6,5 % och för premiepensionsindex 4,2 % per år.

Under den senaste tioårsperioden 2007-2016 har förvalsalternativet i genomsnitt avkastat 8,6 % per år justerat för rabatter och premiepensionsindex 5,3 %¹¹¹. För den senaste femårsperioden 2012-2016 har förvalsalternativet med en avkastning på i genomsnitt 19,7 % per år, justerat för rabatter, överträffat premiepensionsindex som har haft en genomsnittlig avkastning på 11,9 % per år¹¹².

¹⁰⁹ Premiesparfonden jan 2001-maj 2010 och Såfa maj 2010- dec 2016.

¹¹⁰ Rabatterna är baserade på data över historiska förvaltningsavgifter och rabattnivåer från Pensionsmyndigheten. Genomsnittlig förvaltningsavgift för premiepensionsindex 2002 har approximerats genom medelvärdet av förvaltningsavgifterna för 2001 och 2003.

¹¹¹ Genomsnittlig rabatt har under denna period varit 64,1 % för premiepensionsindex och 3,7 % för Såfa.

¹¹² Genomsnittlig rabatt har under denna period varit 67,5 % för premiepensionsindex och 0 % för Såfa.

SJUNDE AP-FONDENS AKTIVA AVKASTNING 2001-2016

Den aktiva avkastningen 2016 för Sjunde AP-fondens Aktiefond respektive Räntefond var 9 respektive -7 baspunkter¹¹³ (Bild 40). För perioden 24 maj 2010 till 31 december 2016 var den aktiva avkastningen för Aktiefonden respektive Räntefonden 22 respektive -27 baspunkter per år.

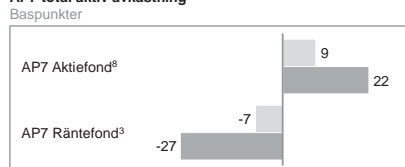
Den absolutavkastande alfaförvaltningen, som utvärderas på årsbasis, hade en avkastning på SEK -6 miljoner 2016 jämfört med det årliga avkastningsmålet om SEK 225 miljoner. Den genomsnittliga avkastningen för perioden 24 maj 2010 till 31 december 2016 var SEK 98 miljoner. Den taktiska allokeringen har en femårig utvärderingshorisont med ett mål om SEK 225 miljoner i genomsnitt per år. Avkastningen under 2016 var SEK -24 miljoner och den årliga genomsnittsavkastningen för perioden 2012-2016¹¹⁴ var SEK 78 miljoner.

Bild 40

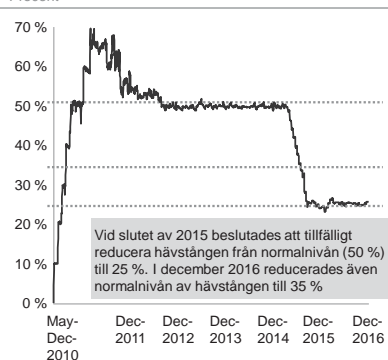
SJUNDE AP-FONDEN

Aktiv avkastning AP7 24 maj 2010 – 30 dec 2016

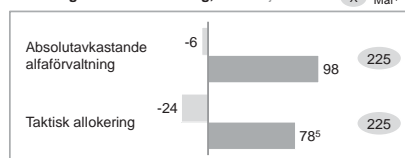
AP7 total aktiv avkastning⁶



Hävstång¹ i AP7 Aktiefond



AP7 Aktiefond – årlig avkastning taktisk allokering och alfaförvaltning, SEK miljoner



¹ Inkluderar strategisk samt dynamisk hävstång. 31 dec 2015 var den strategiska hävstången -25,8 % (exponering SEK -81 miljarder).

² Geometrisk snitt baserat på skillnaden mellan den årliga avkastningen för aktie- eller räntefonden samt respektive benchmark.

³ AP7 Räntefond förvalts passivt sedan början av 2012. Negativ avvikelse mot jämförelseindex 2010-2016 till följd av att jämförelseindex ej gick att replikera fullt.

⁴ Absolutavkastande alfaförvaltning har ett årligt avkastningsmål medan den taktiska allokeringen utvärderas i genomsnitt över en 5-årsperiod

⁵ Mandatet infördes under 2012, den genomsnittliga avkastningen om SEK 78 miljoner gäller för perioden 2012-2016

⁶ Aktiv avkastning före kostnader baserat på daglig stängningskurs för de båda portföljerna samt respektive benchmark. Detta skiljer sig från den officiellt rapporterade aktiva avkastningen som baseras på dagliga NAV-kurser inklusive avgifter

⁷ Fondens start: 24 maj 2010

⁸ Fonden har sedan 2014 ändrat definitionen på aktiv avkastning i AP7 Aktiefond till att inkludera även PE och kassa, för 2016 har index uppdaterats historiskt

KÄLLA: Sjunde AP-fonden; McKinsey-analys

¹¹³ Räntefonden förvaltas till en majoritet passivt sedan 2012. Negativ avvikelse från jämförelseindex till följd av att jämförelseindex ej gick att replikera fullt ut.

¹¹⁴ Mandatet infördes under 2012, den genomsnittliga avkastningen om SEK 78 miljoner gäller således för perioden 2012-2016.

10. Introduktion till fördjupningsområden

Som en del av den årliga utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2016 definierade Finansdepartementet två fördjupningsområden:

- Alternativa investeringar
- Kostnader

Syftet är transparens och jämförelse. Syftet med de fördjupade analyserna är att skapa transparens och jämförelse mellan AP-fonderna samt att på utvalda områden göra jämförelser med andra institutionella investerare.

Fördjupningen omfattar Första till Fjärde AP-fonderna. Sjätte och Sjunde AP-fonderna inkluderas ej i årets fördjupningsarbete givet fondernas annorlunda mandat och regelverk.

Analys genom intervjuer med nyckelpersoner och analys av dokumentation och data. För att skapa förståelse kring AP-fondernas arbete med alternativa investeringar och AP-fondernas kostnader har djupintervjuer genomförts med 4-5 nyckelpersoner per AP-fond. Nyckelpersonerna har varit personer med roller så som VD, Chief Investment Officer, chef alternativa investeringar, chef affärsstöd och ekonomichef (eller CFO). I tillägg till detta har ett flertal intervjuer med analytiker från respektive fond genomförts.

Intervjuerna har kompletterats med analys av existerande dokumentation i fonderna, exempelvis årsredovisningar, strategidokument, mandat och policies, organisationsbeskrivningar och processbeskrivningar, samt data, exempelvis kring portföljinnehav och avkastning.

Jämförelser med 18 internationella fonder i liknande storlek. För jämförelsen av AP-fondernas verksamhet med andra institutionella investerare används ett urval av 18 internationella pensionsfonder i liknande storlek från CEM Benchmarking.

CEM BENCHMARKING

Används för analys av fondernas kostnader och (ibland) innehav och avkastning jämfört med andra institutionella investerare.

En jämförelse mellan 200 globala fonder. CEM Benchmarking (CEM) är ett kanadensiskt bolag specialiserat på att utvärdera kostnadseffektiviteten av investeringsfonder jämfört med en utvald jämförelsegrupp. Bolagets klienter består av över 200 investeringsfonder globalt, varav en betydande andel är pensionsfonder. Tillsammans förvaltar CEMs klienter omkring USD 10 000 miljarder, och fonderna tillhandahåller avkastnings- och kostnadsdata i fördefinierade tillgångsklasser i upp till 25 år historiskt (1991-2015). Detta leder till att CEM kan erbjuda ett ledande verktyg för att utvärdera fonders kostnadseffektivitet.

McKinsey har erhållit skriftligt godkännande från både CEM och AP-fonderna till att använda CEM Benchmarking-data i denna rapport.

Varje fond jämförs med sin "like". Utvärdering av kostnadseffektivitet från CEM är ett verktyg med omfattande data som är användbart för att jämföra en fonds kostnadsbas mot en jämförelsegrupp av liknande fonder. Utvärderingen genererar en modellbaserad kostnadsbas för fonden och jämför denna mot en kostnadsbas baserad på en utvald jämförelsegrupp. Jämförelsegruppens kostnadsbas är unik för varje utvärderad fond, och bör därför enbart användas för att jämföra en enskild fond mot sitt unika benchmark. Kostnadsbasen tar hänsyn till fondens implementeringsstrategi och tillgångsallokering samt fondens förvaltningskostnader relativt jämförelsegruppen. Detta är anledningen till att AP-fonderna har olika kostnadsbenchmark, trots att de har en identisk jämförelsegrupp. Utvärderingen bryter även ned kostnadsmissiga fördelar eller nackdelar i drivare, och är därför användbar för att identifiera de individuella fondernas konkurrensfördelar samt potentiella förbättringsområden.

Jämförelsegruppen använd av CEM i denna rapport valdes gemensamt ut av AP-fonderna och består av 18 pensionsfonder i liknande storlek. AP-fonderna använder samma jämförelsegrupp där samtliga AP-fonder är exkluderade. 10 av fonderna har huvudkontor i Nordamerika, 2 i Holland, 2 i Finland samt 4 totalt sett i Storbritannien, Australien och Nya Zeeland. Jämförelsefondernas förvaltade kapital varierar från SEK 186 till SEK 653 miljarder, och medianfonden förvaltar omkring SEK 310 miljarder. Att jämförelsefonderna är i liknande storlek som den utvärderade fonden är viktigt då skalfördelar gör det förvaltade kapitalet till en betydande förklaringsfaktor för en fonds kostnadsnivåer.

CEM använder frivilligt inrapporterad data för kostnader och tillgångsvärden¹¹⁵ för att beräkna kostnaden som en procentuell andel av tillgångsvärdet inom varje tillgångsklass, i syfte att kunna göra en noggrann jämförelse av fonderna. För varje inrapporterad tillgång utvärderar CEM huruvida den redovisade kostnaden är trovärdig. Om den inrapporterade informationen är ansedd icke pålitlig, inkomplett eller otillgänglig använder CEM en standardkostnad motsvarande mediankostnaden för jämförelsegruppen. Detta för att undvika för lågt rapporterade kostnader och att möjliggöra en mer rättvis jämförelse, även vid tillfällen då informationen är bristfällig.

Baserat på den inrapporterade informationen modellerar CEM sedan en fonds kostnadsbas, som utvärderas relativt en uppskattad kostnadsbas för jämförelsegruppen. Jämförelsegruppens kostnadsbas motsvarar de kostnader jämförelsegruppen hade haft om den hade investerat i samma tillgångar och med samma tillvägagångssätt som den utvärderade fonden.

Implementeringsmetod och kostnad i fokus. CEM bryter sedan ned skillnaden mellan fondens och jämförelsegruppens kostnadsbas i två huvudsakliga kategorier: en fonds

¹¹⁵ Mätt i lokal valuta.

valda implementeringsmetod samt dess direkta kostnadsnivåer relativt jämförelsegruppen.

Implementeringsmetoden innefattar den kombinerade effekten av valet att använda en större eller mindre andel fond-i-fondlösningar jämfört med direktinvesteringar, valet av extern eller intern förvaltning, användningen av overlays och hedgingstrategier samt övriga metodskillnader. Effekten av en fonds implementeringsmetod beräknas genom att utvärdera i vilken omfattning (mätt som andel) fonden använder dessa lösningar relativt dess jämförelsegrupp, multiplicerat med det kostnadspremium lösningen innebär. Kort sagt utvärderar implementeringsmetoden effekten av en fonds förvaltningsstrategi med antagandet att fondera har samma kostnadsskillnader mellan extern och intern förvaltning, mellan fond-i-fondinvesteringar och direktinvesteringar samt overlays.

Effekten av den direkta kostnadsnivån utvärderas genom att jämföra fondens kostnader (som andel av förvaltad kapital) för extern och intern förvaltning samt administration med jämförelsegruppen. Detta multipliceras sedan med fondens genomsnittliga förvaltade kapital. Detta innebär att den använder fondens faktiska investeringar och justerar för skillnader i procentuella förvaltningskostnader relativt jämförelsegruppen.

Kombinerat redogör dessa två effekter för skillnader mellan en fonds faktiska kostnader, vilka rapporterats till CEM, och kostnadsbasen för jämförelsegruppen, det vill säga de kostnader jämförelsegruppen hade burit om de hade investerat i samma tillgångar med samma tillvägagångssätt som den utvärderade fonden.

11. Fördjupningsområde kring Första till Fjärde AP-fondernas arbete med alternativa investeringar

Kapitlet består av fem avsnitt: Först beskrivs alternativa investeringar i Första till Fjärde AP-fondernas kontext. Därefter analyseras fondernas strategi, portfölj, organisation och avkastning. Jämförelser med andra ledande internationella pensionsfonder görs där möjligt i respektive avsnitt. (bild 41).

Observera att i detta fördjupningsområde har en mer detaljerad översyn av innehaven inom alternativa investeringar gjorts tillsammans med AP-fonderna och dessutom används ibland CEM Benchmarking data som underlag. Därför kommer allokering och avkastning för alternativa investeringar skilja sig något mot den grundläggande utvärderingen i denna rapport som beskrivits ovan.

Bild 41

Ramverk för utvärdering av alternativa investeringar

Bakgrund	<ul style="list-style-type: none"> Vad är en alternativ investering? Hur har AP1-4:s allokering till alternativa investeringar utvecklats över tid? Vad är syftet med fondernas allokering till alternativa investeringar? 	Jämförelse med andra ledande fonder
Strategi	<ul style="list-style-type: none"> Vilka tillgångar ingår i respektive fonds strategi för alternativa investeringar? Vilken strategi för investeringsform (direkt intern, fond extern) har fonderna per tillgångsklass? Hur skiljer sig tillgångsklasserna geografiskt samt i grad av diversifierande strategier? 	
Portfölj	<ul style="list-style-type: none"> Hur ser faktisk allokering ut per tillgångsklass? Hur ser allokering per investeringsform ut inkl. per tillgångsklass? 	
Organisation	<ul style="list-style-type: none"> Hur har fonderna organiserat sitt arbete med alternativa investeringar? 	
Avkastning	<ul style="list-style-type: none"> Vad har avkastningen för alternativa investeringar varit de 5 senaste åren? Hur har skiljer sig denna per tillgångsslag? Hur har den ökade andelen alternativa investeringar påverkat fondernas totala avkastning efter kostnader de senaste åren? 	

BESKRIVNING AV ALTERNATIVA INVESTERINGAR

Begreppet alternativa investeringar har utvecklats. När AP-fonderna bildades i sin nuvarande form 2001 bestod alternativa investeringar oftast av enbart onoterade tillgångar, exempelvis riskkapital, *private equity*, och *fastigheter*. Under de senaste åren har utvecklingen suddat ut gränserna för vad en alternativ investering är. Nya produkter har tillkommit, exempelvis katastrofobligationer och väderrelaterade derivat, och tidigare illikvida marknader har blivit mer likvida, exempelvis *private equity*.

Branschen saknar gemensam definition... Det finns idag ingen gemensam definition av alternativa investeringar i branschen eller mellan AP-fonderna. Ofta anses det vara tillgångar som har mer illikvid karaktär, har längre investeringshorisont och en mer komplex investeringsprocess. Det finns därför idag investeringar där underliggande innehav är noterade men strukturen de investeras i kan anses vara en alternativ investering på grund av dess karaktär som mindre likvid. Ett annat exempel är Andra AP-fondens investeringar i kinesiska A-aktier vilka är noterade innehav men anses vara alternativa investeringar på grund av deras mer illikvida karaktär jämfört med svenska aktier.

...men till största grad använder AP-fonderna och andra fonder i praktiken en liknande definition. Fonderna har idag till största del en liknande definition av alternativa investeringar som liknar den som används av andra fonder. Däremot finns det undantag för vissa typer av innehav, exempelvis *hedgefonder*, nyare tillgångsslag eller enskilda innehav. Definitionsskillnaderna beror på fondernas olika bedömningar av tillgångens karaktäristiska. I och med att alternativa investeringar kräver en annan kompetens får detta också implikationer på hur fonderna organiserar sitt arbete med alternativa investeringar.

I detta arbete definieras alternativa investeringar som:

- *Reala tillgångar.* Onoterade innehav av fastigheter, jordbruk, skog och infrastruktur.
- *Private equity.* Onoterade aktieinnehav, kan också innehålla noterade tillgångar¹¹⁶.
- *Hedgefonder.* Hedgefonder inom alternativa investeringar är som struktur onoterade, men kan vara mer eller mindre likvida. Innehaven i en hedgefond kan däremot vara både noterade och onoterade samt vara mer eller mindre likvida. På grund av denna breda definition av hedgefonder är tillgångsslaget det med störst diskrepans på definitionen mellan AP-fonderna.
- *Övrigt.* Kan vara både noterade och onoterade innehav med en karaktär mer likt en alternativ investering. Övrigt kan delas in i alternativa krediter vilket är investeringar i illikvida krediter, ibland kallat högavkastande krediter¹¹⁷, samt

¹¹⁶ Om noterade tillgångar överstiger 50% av innehaven anses tillgången ej vara alternativ.

¹¹⁷ Exempelvis räntebärande obligationer, strukturerade produkter och lån.

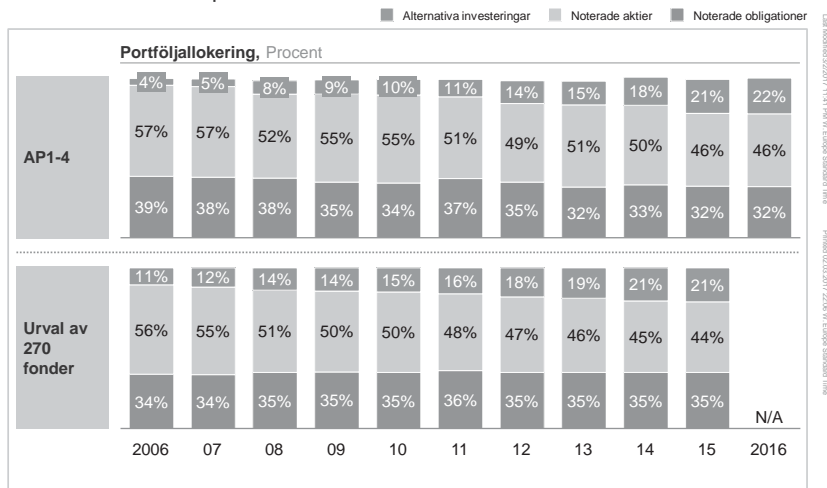
alternativa riskpremier vilket oftast är investeringar kopplade till volatilitet och premier på aktiemarknaden¹¹⁸.

Syftet är att skapa högre riskjusterad avkastning. Syftet med att investera i alternativa investeringar, både för AP-fonderna och andra institutionella investerare är att skapa högre riskjusterad avkastning. Man söker diversifiering i sin portfölj för att uppnå samma avkastning med en lägre risk, eller högre avkastning med samma risk. Detta görs genom att investera i tillgångslag och marknader som bedöms ha lägre korrelation med varandra. Utöver riskdiversifiering kan vissa investeringar ha en attraktiv avkastningsprofil jämfört med noterade aktier och obligationer.

Andel alternativa investeringar har kommit ikapp internationella fonder. Första till Fjärde AP-fonderna har under de senaste tio åren ökat sina alternativa investeringar från omkring 4 % 2006 till omkring 22 %¹¹⁹ motsvarande SEK 288 miljarder 2016. AP-fonderna är därmed idag i stort i linje med internationella pensionsfonder. Genomsnittet för 270 internationella fonder är 21 % av kapitalet i alternativa investeringar 2105 (bild 42).

Bild 42

Första till Fjärde AP-fondernas allokering till alternativa investeringar jämfört med internationella pensionsfonder



KÄLLA: CEM-benchmark data, årsredovisningar 2006-2016

¹¹⁸ Exempelvis 'merger opportunities'.

¹¹⁹ Baserat på underlag från den grundläggande utvärderingen för Första till Fjärde AP-fonderna.

Om analysen däremot endast ser till innehaven i *reala tillgångar, private equity* och *hedgefonder* jämfört CEM Benchmarking jämförelsegrupp har AP-fonderna omkring 2 procentenheter lägre allokeringar till alternativa investeringar.

Alternativa investeringar ökar på bekostnad av noterade aktier. Ökningen av alternativa investeringar har främst skett på bekostnad av noterade aktier som minskat sin andel både hos AP-fonderna och hos andra internationella fonder. Vid jämförelser med andra fonder skall poängteras att olika fonder opererar under olika mandat och regelverk som påverkar möjligheterna att göra alternativa investeringar. Detta bör beaktas vid direkta jämförelser och slutsatser på AP-fonderna. Exempelvis finns det välkända kanadensiska pensionsfonder med 30-40 % av sina tillgångar i alternativa investeringar drivet av andra förutsättningar i sina pensionssystem, t ex ett yngre kollektiv med nettoinflöden, och andra regelverk, t ex tillåts använda finansiella hävstänger.

Attraktiv risk- och avkastningsprofil leder till fortsatta ökningar. På grund av alternativa investeringars attraktiva risk- och avkastningsprofil planerar många institutionella investerare att fortsätta öka sina allokeringar till alternativa investeringar närmsta åren.

STRATEGI FÖR ALTERNATIVA INVESTERINGAR

AP-fonderna har i stort lika strategier, men med vissa skillnader. Första till Tredje AP-fonderna har en liknande ansats till alternativa investeringar i den strategiska portföljen från fondernas förvaltningsmodell¹²⁰. Fjärde AP-fonden har historiskt ej styrt mot en strategisk målallokering, utan alternativa investeringar har täckts inom ramen för det mandat styrelsen gett till VD. Fjärde AP-fonden har under 2017 börjat se över sitt arbete med portföljkonstruktion och förvaltningsmodell, vilket omfattar även alternativa investeringar.

Dagens regler begränsar placeringar och därmed riskjusterad avkastning efter kostnader. Första till Fjärde AP-fondernas strategier inom alternativa investeringar regleras genom lag om allmänna pensionsfonder (APL; 2000:192) som bland annat tillåter max 5 % innehav i onoterade tillgångar, kräver minst 30 % räntebärande tillgångar, ej tillåter direktägande förutom i fastigheter, samt kräver minst 10 % externt förvaltad kapital. Placeringsreglerna begränsar idag AP-fondernas möjlighet att uppnå en optimerad riskjusterad avkastning. Exempelvis begränsas fondernas möjlighet att uppnå samma avkastning till en lägre risk eftersom vissa investeringsmöjligheter är onoterade eller kräver direktägande, och fondernas möjlighet att skapa högre avkastning till lägre risk begränsas av regeln om max 5 % onoterade tillgångar.

Fondernas har både likheter och olikheter i portföljerna. Samtliga fonder investerar i *private equity* och *fastigheter*. Inom *övriga reala tillgångar* som jordbruk, skog och

¹²⁰ Se respektive fonds beskrivning av sin förvaltningsmodell i den grundläggande utvärderingen.

infrastruktur, samt *hedgefonder* och *övriga tillgångsslag* finns skillnader både i strategi och portfölj¹²¹. Andra AP-fonden har valt att inte investera i *infrastruktur* på grund av svårbedömd politisk risk, långa inlåsnings effekter, annorlunda kompetenskrav och begränsade dataunderlag för investeringsbeslut. De andra fonderna finner de andra tillgångsslagen attraktiva men har inte gjort några nyinvesteringar under de senaste åren, även om investeringsprocesser kan ha varit igång (bild 43).

Bild 43

Översikt definition av alternativa investeringar och innehav per fond

Grad av alternativ karaktär	Tillgångsslag	Huvudsakliga kategorier i definitionen av alternativa investeringar				✓	✗
		Fastigheter	Reala tillgångar	Private equity	Övrigt	Innehav	Strategiskt val att inte investera
		Fastigheter				✓	✓
		Jordbruk				✓	
		Skog				✓	✓
		Infrastruktur				✓	✗
	Alternativa investeringar	Private equity				✓	✓
		Hedgefonder				✓	✗ ¹
		Alternativa krediter ²				✓	✓
		Alternativa riskpremier ³				✓	✓ ¹
		Noterade aktier & räntebärande obligationer				✓	✓

¹ Kategoriserats av AP3 som noterat innehav och sikts under den noterade organisationen

² Investeringar i illikvida (noterade och onoterade) kreditmöjligheter (bland kallat högavkastande illikvida krediter), exempelvis räntebärande obligationer, strukturerade produkter och lån

³ Investeringar i alternativa noterade premier såsom volatilitet, konvertibler och ILS (försäkringsrelaterade produkter exempelvis katastrofobligationer och väderrelaterade derivat)

⁴ Bl.a. Kinesiska A-aktier

⁵ Bl.a. aktiefonder som också kan anses vara hedgefonder

KÄLLA: Interjuer

Sättet att investera skiljer sig mellan fonder och tillgångsslag. Hur AP-fonderna investerar i alternativa tillgångar skiljer sig tillgångsslagen emellan. Första till Fjärde AP-fonderna investerar via externa fonder både i *private equity* (enligt APL) och i huvudsak i *hedgefonder*. Första till Tredje AP-fonden har ett globalt fokus både för *private equity* och *hedgefonder*, medan Fjärde AP-fonden har ett nordiskt fokus för *private equity* och globalt för fokus för *hedgefonder*. De strategier inom *private equity* och *hedgefonder* fonderna investerat i är i huvudsak diversifierade med undantag för Fjärde AP-fondens

¹²¹ Med strategi menas om fonden finner tillgångsslaget som typ är intressant att investera i, medan med innehav menas att fonden har realiserat en investeringsmöjlighet.

hedgefondinvesteringar som fokuserar på long/short equity market neutrala strategier¹²². Med diversifierade strategier menas att fonderna investerar i både exempelvis traditionell *private equity*, buy-out fonder och venture capital fonder.

Nordiskt fokus för fastigheter, globalt för jordbruk och skog. Första till Fjärde AP-fonderna investerar i huvudsak direkt i *fastigheter* och *övriga reala tillgångar*, med undantag för jordbruk och skog. Samtliga fonder förutom Andra AP-fonden fokuserar främst på Norden för *fastigheter* och *infrastruktur*, medan fonderna har ett globalt fokus för jordbruk och skog. Andra AP-fonden har ett globalt fokus både för *fastigheter*, jordbruk och skog. Första och Fjärde AP-fonderna har investerat i både kommersiella fastigheter och bostadsfastigheter, medan Andra och Tredje AP-fonden fokuserat på kommersiella fastigheter. Investeringar i jordbruk, skog och *infrastruktur* är fokuserade på en viss typ av strategi eller tillgång¹²³. Detta är delvis drivet av att innehaven är få till antalet och det är då svårt att få till en affärsdiversifiering. Undantaget är Tredje AP-fonden som inom skog investerat i olika typer av skogstillgångar (bild 44).

Bild 44

Översikt strategi och implementeringsstil per fond per tillgångsslag

Huvudsaklig strategi och innehav, även om samtliga fonder ofta har innehav som sträcker sig över flera kategorier

Tillgångsslag	Förvaltningsform		Geografiskt fokus		Affärsdiversifiering ¹	
	Direkt (intern)	Fond (extern)	Nordiskt	Globalt	Fokuserad	Diversifierad
Fastigheter		Samtliga har också mindre andel externt förvaldade fondinvesteringar 		 AP1,3 & 4 också mindre andel int'		
Private equity	Ingen fond har längre fond-i-fond som strategi 					
Hedgefonder						
Övriga reala tillgångar	Jordbruk					
	Skog					
	Infrastruktur					

¹ Dimensionen beaktar i vilken grad affärsstrategin inom tillgångsslaget skiljer sig, t.ex. inom private equity om man endast har en typ av private equity fonder (buy-out, venture) eller en typ av fastigheter typ kommersiella eller bostäder
KÄLLA: Intervjuer, portföljdata

¹²² Inom dessa strategier är dock AP4 väldiversifierade avseende förvaltarnas strategi, investeringshorisont och sektorfokus.
¹²³ Exempelvis en viss typ av jordbruksböroda, en viss typ av skog eller en viss typ av infrastruktur så som endast vattenrening.

Mindre andel direktägande än i internationella fonder. Första till Fjärde AP-fondernas strategier och investeringsformer¹²⁴ för alternativa investeringar skiljer sig på vissa punkter från vissa internationella pensionsfonder, som ofta anses som ledande inom alternativa investeringar. Den största skillnaden är att många av de fonderna har en högre andel direktägande med intern förvaltning inom *private equity*, *hedgefonder* och *övriga reala tillgångar*. Syftet är en ökad kostnadseffektivitet och kontroll. Besparingarna vid intern aktiv förvaltning jämfört med extern aktiv förvaltning kan vara betydande inom exempelvis *private equity* och *reala tillgångar*. Besparingen kommer från att fonden undviker avgifter till externa förvaltare som täcker både prestationsbaserade arvoden, marknadsföringskostnader och generellt högre löner hos externa förvaltare. Respektive AP-fond har idag kapital jämförbart med andra fonder som har direktägande och intern förvaltning av *private equity* och *hedgefonder*.

Direktägande kan öka kontroll, kunskap och påverkan. Direktägande ökar också kontroll över tillgångarna vilket kan minska risken för att verksamheten och investeraren har olika syn på verksamheten. Det kan öka ägarens möjlighet att påverka ESG-dimensioner och ge fonderna möjlighet att bygga upp expertis inom tillgångsslaget och fatta bättre investeringsbeslut.

Samarbete via gemensamma förvaltningsbolag. För att uppnå sänkta kostnader och ökad kontroll inom främst *reala tillgångar* samarbetar vissa av AP-fonderna med andra investerare och har satt upp gemensamma förvaltningsbolag¹²⁵ som äger och förvaltar tillgångarna. Detta är en investerings- och förvaltningsstruktur som andra internationella pensionsfonder med stort fokus på alternativa investeringar använder sig av och möjliggör för fonder att uppnå delar av de besparingar som kan realiseras vid egen förvaltning.

ÖVERSIKT AV FONDERNAS PORTFÖLJINNEHAV

Mindre andel *private equity*. Första till Fjärde AP-fonden hade vid utgången av 2016 totalt 21,3 % tillgångarna i alternativa investeringar. Av dessa är 9,3 % allokerat till *fastigheter*, 3,4 % *private equity*, 3,0 % *hedgefonder*, 2,5 % *övriga reala tillgångar* och 3,4% *övriga alternativa tillgångar*¹²⁶ (bild 45).

Jämfört med en jämförelsegrupp om 18 internationella pensionsfonder i liknande storlek har AP-fonderna framförallt 3-4 procentenheter lägre andel *private equity* vilket drivs av AP-fondernas regelverk som begränsar innehavet till 5 %. Jämfört med ett urval av

¹²⁴ Med investeringsform menas kombinationen av förvaltningsform, intern eller extern, och ägandeform (direkt eller via fond).

¹²⁵ Oftast benämnt 'joint venture'.

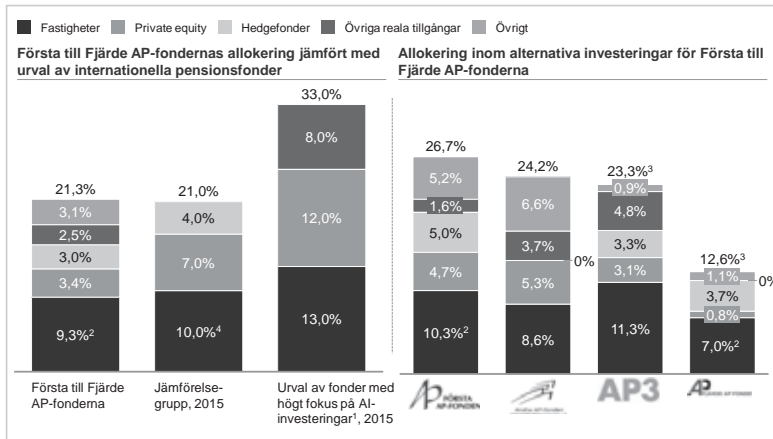
¹²⁶ Dessa allokeringar kan skilja sig från den grundläggande utvärderingen och fondernas årsredovisningar på grund av en mer detaljerad bedömning av alternativa investeringar har gjorts i denna analys.

ledande kanadensiska pensionsfonder inom alternativa investeringar med 30-40 % alternativa investeringar är det återigen *private equity* som har en lägre andel (omkring 10 procentenheter) av portföljen. Även *övriga reala tillgångar* har en lägre andel (omkring 5 procentenheter).

Bild 45

Översikt portföljnehav inom alternativa investeringar jämfört med urval av internationella pensionsfonder

Procent av totalt portföljnehav³, 2016



1 Rakt genomsnitt av Ontario Teacher, CDPQ, Optrust, PSP och CPPIB
 2 Exkluderar noterade aktieinnehav för fastigheter, exempelvis Hemfosa som AP4 tog till börsen (glätt från onoterat till noterat)
 3 Skiljer sig något mot grundläggande utvärderingen p.g.a. att en mer detaljerad översyn av AI-innehav gjorts för denna analys
 4 Inkluderar både fastigheter och övriga reala tillgångar

KÄLLA: Detaljerat portföljdata 2016 för Första till Fjärde AP-fonderna, CEM benchmarking 2015, portföljdata för relevanta fonder

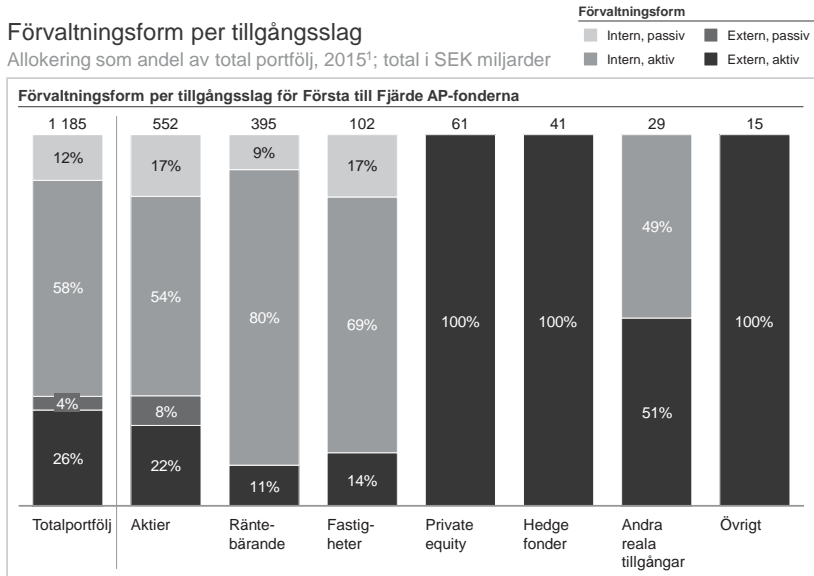
Fjärde AP-fonden har lägst andel alternativa investeringar. Vid jämförelse mellan AP-fonderna har Fjärde AP-fonden lägst andel alternativa investeringar med omkring 13 % av förvaltad kapital. Andra och Tredje AP-fonden har omkring 23-24 %, medan Första AP-fonden har högst andel med omkring 27%. Investeringarna i *fastigheter* är relativt lika mellan fonderna medan portföljallokeringen för de andra tillgångsslagen skiljer sig mer mellan fonderna.

Högst andel *private equity* har Första och Andra AP-fonden. Högst andel *övriga reala tillgångar* har Andra och Tredje AP-fonden. Högst andel *hedgfonder* har Första AP-fonden.

Förutom fastigheter har alternativa investeringar en högre grad av extern förvaltning. Fondernas strategi och förvaltningsform speglas även i deras portfölj. 54-80 % av aktier, räntebärande och fastigheter förvaltas aktivt internt. All *private equity*, *hedgfonder* och *övriga tillgångsslag* förvaltas aktivt externt. Enligt lag måste private

equity förvaltas externt. *Övriga reala tillgångar* har ungefär hälften intern och hälften extern aktiv förvaltning (bild 46).

Bild 46



¹ Allokering från CEM Benchmarking 2015
KÄLLA: CEM Benchmarking, McKinsey-analys

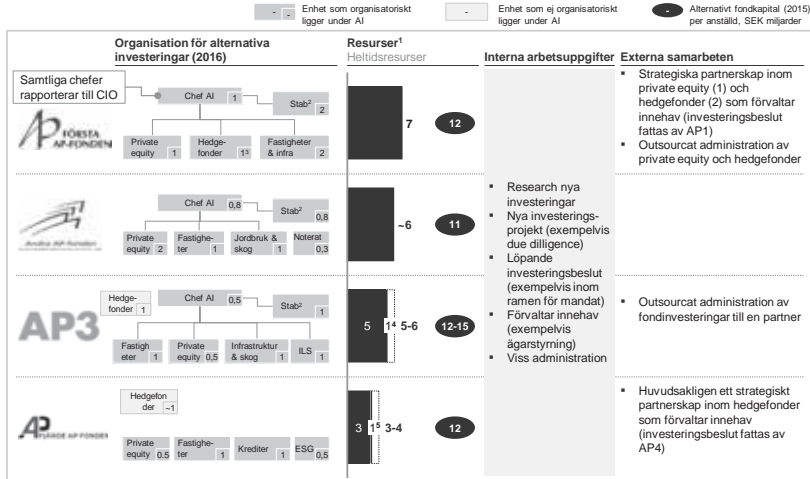
FONDERNAS ORGANISATION FÖR ALTERNATIVA INVESTERINGAR

Små dedikerade organisationer. Samtliga fonder har en dedikerad organisation som arbetar med alternativa investeringar och som rapporterar till Chief Investment Officer (CIO). Första till Tredje AP-fonden har liknande organisationer med 5-7 heltidsanställda och SEK 11-15 miljarder förvaltad kapital per anställd. Fonderna är organiserade efter huvudsakliga typer av alternativa tillgångsslag exempelvis *private equity*, *fastigheter* och *övriga reala tillgångar*.

Minst organisation hos Fjärde AP-fonden. Fjärde AP-fonden har en mindre organisation med 3-4 anställda och SEK 12 miljarder förvaltad kapital per anställd. Fjärde AP-fondens organisation präglas av fondens lägre andel alternativa investeringar. Tredje och Fjärde AP-fonden har också 1 anställd¹²⁷ som arbetar med *hedgefonder* inom aktieförvaltningen, men dessa är organisatoriskt inte en del av alternativa investeringar (bild 47).

Bild 47

Översikt organisation inom alternativa investeringar



1 Avser resurser som arbetar med alternativa investeringar inom organisationen AI. Vissa resurser ur middle office och back office arbetar också delvis med AI
2 Person som stöttar hela organisationen med antingen juridik, administration eller analys
3 Chef AI har också förvaltningsansvar hedgefonderportföljen
4 5 st direkt under AI enligt organisationsschema, 1 st arbetar med hedgefonder i externförvaltningsgruppen, och denna person är inte del av AI-förvaltningen
5 -1 anställd inom hedgefonder i aktieförvaltningen som inte anses vara AI-förvaltning

KÄLLA: Internjuer

Fondernas organisationer får allt större fokus på förvaltning. Organisationerna arbetar både med nya investeringar¹²⁸, löpande investeringsbeslut¹²⁹, förvaltning av innehav¹³⁰, och administration. Generellt har Första till Tredje AP-fondernas organisationer utvecklats de senaste åren från att fokusera på nya investeringar när fonderna byggde upp portföljerna till att idag lägga mer tid på förvaltning av nuvarande innehav.

Strategiska partnerskap för private equity och hedgefonder. Första AP-fonden har valt att ingå strategiskt partnerskap inom *private equity* (ett partnerskap) och *hedgefonder* (två partnerskap). Partnerskapet innebär att Första AP-fonden fortsatt tar samtliga investeringsbeslut, men partnern sköter administration av innehaven. Första AP-fonden har i samband med detta också lagt ut en majoritet av sin administration av *private equity* och *hedgefonder*. Tredje AP-fonden har också lagt ut en majoritet av sin administration

¹²⁷ Uppskattade heltidsresurser som arbetar med mer illikvida hedgefonder.

¹²⁸ Exempelvis research av nya investeringar eller due diligence av investeringsmöjligheter.

¹²⁹ Exempelvis inom ramen för ett förvaltningsmandat.

¹³⁰ Exempelvis ägarstyrning.

av *private equity*- och *hedgefonder* till en partner. Fjärde AP-fonden har huvudsakligen ett strategiskt partnerskap inom *hedgefonder* likt Första AP-fondens struktur.

Vid direktägande krävs större organisationer. Vid jämförelser med andra ledande pensionsfonder är det viktigt att beakta att organisationen präglas av fondens strategi och förvaltningsform. Exempelvis har vissa internationella pensionsfonder upp till 100-200 anställda utspridda globalt inom alternativa investeringar (motsvarar SEK 3-4 miljarder per anställd). Det är framförallt investeringsprocessen vid direktägande inom *private equity*, *hedgefonder* och *reala tillgångar* som driver det stora behovet av anställda.

Direktägande kostar men kan löna sig, dock ställer det mycket höga kompetenskrav. Dessa organisationer präglas av en mycket strukturerad och professionell ansats till alternativa investeringar med en hög intern kompetens och minimalt med arbete som läggs ut till rådgivare. De alternativa investeringsorganisationerna kan nästan mer liknas vid globala *private equity*-fonder än traditionella pensionsfonder. En av deras största utmaningar är att hitta och behålla kompetens inom alternativa investeringar eftersom möjligheten att attrahera kompetens påverkas i stor grad av geografi, möjlighet att erbjuda hög ersättning och arbetskultur.

Fonderna arbetar med ESG inom alternativa investeringar. Som en del av fondernas aktiva arbete med ESG-frågor förs även ett arbete inom alternativa investeringar med syfte att öka transparens, best practice och olika standarder i tillgångsslagen. Exempelvis har Andra AP-fonden under ett antal år arbetat aktivt tillsammans med andra stora institutionella investerare för att förbättra ESG-integration och söka etablera branschstandarder inom flera tillgångsklasser t ex jordbruk och skog. Arbetet sker genom bl a UNPRI där Andra AP-fonden är med i Private Equity Advisory Board, genom ILPA (Institutional Limited Partners Association) där fonden har en styrelserepresentation, och genom Public Affairs Committee och EMPEA (Emerging Markets Private Equity Association). Andra AP-fonden har som den enda svenska investeraren undertecknat att stödja den betydligt utökade och mer genomlysande rapporteringen från *private equity* som etablerats.

FONDERNAS AVKASTNING OCH RISK

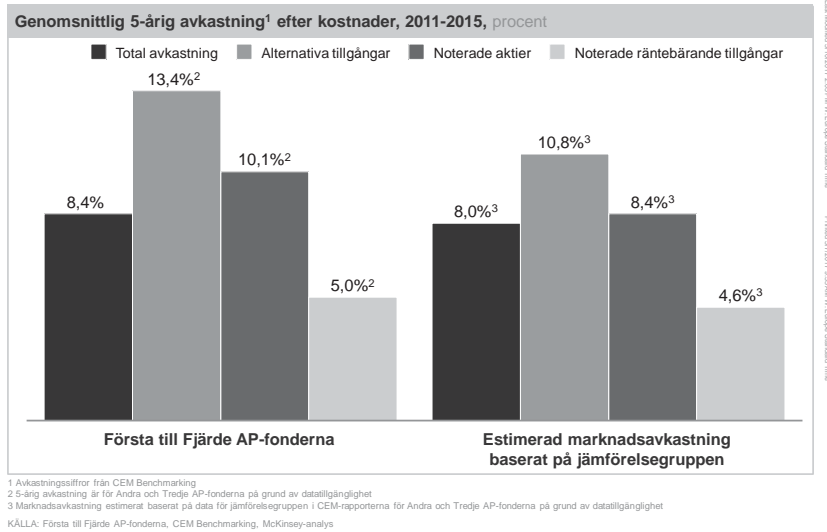
Alternativa investeringar har gett högre avkastning än resten av portföljen. Alternativa investeringar har bidragit till en högre avkastning efter kostnader för Första till Fjärde AP-fonden under 2011-2015. Den genomsnittliga årliga avkastningen efter kostnader för alternativa investeringar har varit omkring 13 %. Detta att jämföra med omkring 10 % för noterade aktier och 5 % för räntebärande tillgångar¹³¹. AP-fonderna har haft en högre avkastning efter kostnader både totalt och per tillgångsslag jämfört med jämförelsegruppen (bild 48).

¹³¹ Avkastningen per alternativa investeringar, aktier och räntebärande tillgångar baseras endast på Andra och Tredje AP-fondens avkastningsdata på grund av datatillgänglighet.

Jämförelsegruppen med 18 internationella pensionsfonder i liknande storlek har också genererat högre avkastning efter kostnader i alternativa investeringar än i resten av portföljen.

Bild 48

Översikt avkastning per tillgångsslag för Första till Fjärde AP-fonderna jämfört med jämförelsegruppen



Samma eller bättre avkastning till lägre risk. De alternativa investeringarna har sannolikt också bidragit till en högre riskjusterad avkastning på grund av ökad diversifiering. Detta innebär att AP-fondernas portföljer idag sannolikt skulle bli mindre negativt påverkade vid exempelvis en finanskris i Sverige eller annan del av världen än om AP-fonderna inte hade investerat i alternativa investeringar.

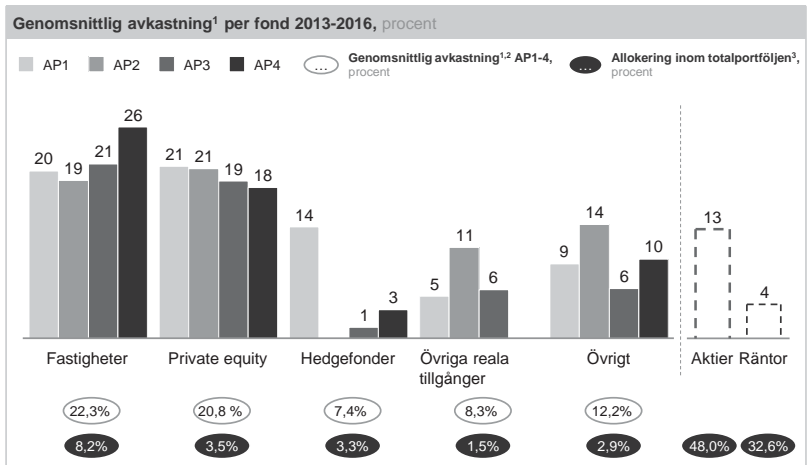
Fastigheter och private equity i topp för avkastning. Vid en mer detaljerad analys av avkastning¹³² per tillgångsslag inom alternativa investeringar 2013-2016 framgår att fastigheter och private equity har genererat högst avkastning på i genomsnitt 18-20 % per år. Övriga reala tillgångar ligger kring 5 %, hedgefonder kring 6 % och övriga alternativa tillgångar genererar kring 7 % (bild 49).

¹³² Estimerad genomsnittlig avkastning 2013-2016 efter netto externa förvaltningskostnader för onoterade tillgångar, men före alla övriga redovisade kostnader.

Avkastningen i *hedgefonder* är framförallt drivet av Första AP-fonden som haft en avkastning på 14 %, medan Tredje och Fjärde AP-fonden ligger kring 1-3 %. Avkastningen i övriga reala tillgångar består av Andra AP-fondens investeringar i jordbruk och skog på omkring 11 %, och inom övrigt består innehaven av alternativa krediter och riskpremier som gett en avkastning på omkring 14 % under perioden 2013-2016.

Bild 49

Avkastning per tillgångsslag inom alternativa investeringar för Första till Fjärde AP-fonderna



¹ Estimerad genomsnittlig avkastning 2013-2016 efter netto externa förvaltningskostnader för onoterade tillgångar, men före alla övriga kostnader
² Genomsnittlig avkastning för Första till Fjärde AP-fonderna per tillgångsslag
³ Genomsnittlig allokering inom totalportföljen från Första till Fjärde AP-fondernas detaljerade portföljdata 2013-2016

KÄLLA: Första till Fjärde AP-fonderna, McKinsey-analys

12. Fördjupningsområde kring Första till Fjärde AP-fondernas kostnader

Kapitlet består av fyra avsnitt: först beskrivs fondernas kostnader och deras huvudsakliga komponenter. Därefter analyseras fondernas kostnadseffektivitet jämfört med 18 internationella pensionsfonder. Avslutningsvis analyseras fondernas redovisade kostnadsnivåer och utveckling över tid. (bild 50).

Bild 50

Ramverk för utvärdering av kostnader

Beskrivning av kostnader	<ul style="list-style-type: none">▪ Vad är en kostnad för en pensionsfond?▪ Vilka är en fonds huvudsakliga kostnadskomponenter?▪ Vad är dynamik och drivare per kostnadskomponent?▪ Hur stor är AP1-4:s kostnadsbas?
Kostnads-effektivitet	<ul style="list-style-type: none">▪ Hur kostnadseffektiva är AP1-4?▪ Vad driver eventuella skillnader i kostnadseffektivitet?▪ Hur kostnadseffektiva är respektive fond och vilka viktiga skillnader finns det mellan fonderna?▪ Hur har AP-fondernas effektivitet utvecklats över tid?
Fondernas redovisade kostnader	<ul style="list-style-type: none">▪ Hur ser dagens redovisade kostnadsnivåer ut och hur skiljer sig denna mellan fonderna?▪ Hur har de redovisade kostnaderna utvecklats över tid och vad har drivit utvecklingen?

BESKRIVNING AV KOSTNADER

Kostnad kan ha olika definitioner i olika sammanhang. Kostnad är ett begrepp som har olika definitioner i olika sammanhang. Exempelvis skiljer sig definitionerna inom redovisning och företagsekonomi jämfört med nationalekonomi. Inom nationalekonomin definieras kostnader som en negativ nytta eller någonting man ger upp för något annat. Inom redovisning och företagsekonomi definieras en kostnad som värdet av en förbrukad resurs. Förbrukningen av en resurs uppstår oftast i form en utbetalning.

Det är relevant att beakta olika definitioner av kostnader eftersom fondernas redovisade kostnader definieras av redovisningsregler och praxis, medan den första definitionen av kostnader är bredare och inte nödvändigtvis alltid stämmer överens med definitionen enligt redovisningsprinciper.

I detta arbete används fondernas redovisade kostnader vid analys av nuvarande kostnadsnivåer och utveckling av dessa över tid.

Vid internationella jämförelser används en modellbaserad kostnadsbas. För analyser av fondernas kostnadseffektivitet jämfört med andra fonder används CEM Benchmarking. Den har en bredare definition av kostnader än fondernas redovisade kostnader. CEM estimerar en kostnadsbas med hjälp av en modell som bygger på frivilligt inrapporterad data från ett stort antal institutionella investerare globalt samt schabloner.

Syftet med CEM är att kunna göra jämförelser mellan fonder och länder på så likt sätt som möjligt (oavsett exempelvis förvaltningsform och tillgångsallokering). CEM är inte heltäckande men bedöms vara det bästa tillgängliga verktyget för att göra jämförelser med andra fonder. Analysen inom ramen för detta fördjupningsområde inkluderar inte en fullständig revision av fondernas kostnader.

Oavsett definition av vad som ingår i en kostnad har en pensionsfond i huvudsak två typer av redovisade kostnader: externa förvaltningskostnader samt rörelsekostnader, ibland kallat interna förvaltningskostnader. Externa förvaltningskostnader är kostnader relaterade till att förvalta fondens kapital och kan delas upp i tre delar som har olika dynamik och drivare:

- **Externa förvaltningskostnader** (*exklusive prestationsbaserade arvoden*) är kostnader som betalas ut till externa parter som förvaltar kapital på uppdrag av fonderna. Fonderna betalar en procentuell avgift av det förvaltade kapitalet¹³³ till den externa förvaltaren. Storleken på de externa förvaltningskostnaderna bestäms därför främst av storleken på det externt förvaltade kapitalet i SEK miljarder. Vidare påverkas dessa kostnader av strategi och investeringsform, till exempel aktiv eller passiv förvaltning och vilket tillgångsslag. Generellt har oftast tillgångar med högre förväntad avkastning en högre procentuell avgift även om detta förhållande inte är sant för varje enskild tillgång eller förvaltare (exempelvis är *private equity* dyrare att förvalta än noterade aktier, men har också historiskt genererat högre avkastningar). Vidare utgör en mindre andel av kostnaderna av kostnader för depåbank och säkerhetsadministration (kollateral) som beror på volym av kapital och transaktioner.
- **Externa prestationsbaserade arvoden** är kostnader som betalas ut till externa förvaltare när dessa uppnår en överenskommen avkastning. Avkastning över mål ger en kostnad, dvs en bonus för dem. Kostnaden påverkas därmed av förvaltarens prestation över mål samt fondernas val av exponering mot externa förvaltare med den här typen av arvoden. Onoterade tillgångar, exempelvis *private equity* och *hedgefonder*, inkluderar ofta en vinstdelning (ofta benämnt *carry*) när investeringen

¹³³ | majoriteten av fallen, även om undantag finns.

ger avkastning över mål. Denna vinstdelning redovisas idag inte som en kostnad enligt dagens redovisningsprinciper.

- **Transaktionskostnader** är kostnader relaterade till handel av tillgångar, exempelvis courtage från aktiehandel. Dessa påverkas därmed av storleken på kapitalet, hur ofta det omsätts samt vad det kostar att handla tillgången. Exempelvis är aktiehandel som är mer kvantitativ dyrare än lågintensiv handel med samma aktie.

Rörelsekostnader är kostnader för att bedriva verksamheten inklusive intern förvaltning och kan delas upp i två delar:

- **Personalkostnader** är kostnader för lön, pension och andra personalkostnader. Dessa kostnader påverkas av antalet anställda och lönevillkor. Behovet av antalet anställda påverkas av omfattning och karaktär på den interna förvaltningen inklusive antal olika mandat typ av mandat (till exempel antal tillgångsslag och geografier, passiva eller aktiva mandat). Nya ökade regelkrav och ambition för uppföljning och styrning av innehaven påverkar också behovet av antalet anställda. Det här innebär att när en fond exempelvis internaliserar ett mandat sjunker typiskt sett de externa förvaltningskostnaderna medan personalkostnader samt övriga administrationskostnader (se nedan) typiskt ökar.
- **Övriga administrationskostnader**; kostnader för exempelvis IT, marknadsdata, konsulttjänster och lokalhyra. Dessa kostnader påverkas av typen av arbetsuppgifter som utförs internt samt dess behov av stöd (exempelvis marknadsdata till intern förvaltning).

Samtliga kostnader som inte tas i svensk valuta, exempelvis vissa externa förvaltningskostnader eller kostnader för vissa externa tjänster så som marknadsinformation och data påverkas också av valutaförändringar.

I fördjupningen analyseras tre typer av kostnadsbaser för att uppnå olika syfte: redovisade kostnader (netto), redovisade kostnader brutto och CEM Benchmarking (bild 51).

Bild 51

Definition av kostnader hos AP-fonderna samt mappning mot kostnadsbaser

* Kostnaderna redovisas i resultaträkningen som netto, men finns att läsa ut i noterna ✓ Inkluderas ✗ Inkluderas inte

Kostnadstyp	Beskrivning	Drivare	Redovisade kostnader	Redovisade kostnader brutto	CEM-benchmarking ¹	
Förvaltningskostnader	Noterade tillgångar	• Förvaltning av aktier och räntor	• Kapital och andel extern förvaltning samt diversifiering (marknader, tillgångar)	✓	✓	
	Externa förvaltningskostnader (exkl. prestationsbaserade arvoden)	Noterade tillgångar	• Exempelvis "management fee" i private equity och hedgefonder	• Investeringar i alternativa investeringar med extern förvaltning	✓ ^{2,3}	✓ ⁴
	Övrigt	• Ex. depåbank-kostnader	• Kapitaltillväxt, andel externt förvaltad kapital samt diversifiering	✓	✓	
	Noterade tillgångar	• Prestation utöver mål för aktier och räntor	• Kapital och andel externt prestationsbaserat kapital	✗	✓	✓
	Noterade tillgångar	• Prestation utöver mål för fonder, ex. "carry" och "catch-up" för private equity och hedgefonder	• Kapital och andel externt prestationsbaserat kapital	✗	✗	✗ ^{PE} ✓ ^{HF}
	Noterade tillgångar	• Huvudsakligen courtage från intern och extern handel av aktier	• Kapital, transaktionsvolym och aktivitet i förvaltningen samt andel internt förvaltad kapital	✗	✓	✗
Transaktionskostnader	Övriga noterade tillgångar	• Kostnad per handel inom övriga noterade tillgångslag	• Kapital, transaktionsvolym inom övriga noterade tillgångar samt andel internt förvaltad kapital	✗	✗	✗
	Noterade tillgångar	• Kostnader vid handel av onoterade tillgångar, t.ex. private equity och hedgefonder	• Kapital, andel onoterade tillgångar, och transaktionsvolym inom onoterade tillgångar	✗	✗ ⁵	✗
Rörelsens kostnader	Personalkostnader	• Lön, pension och andra personalkostnader för AP-fondernas verksamhet	• Andel internt förvaltad kapital samt diversifiering	✓	✓	✓
	Övriga administrationskostnader	• IT, marknadsdata, konsulttjänster, lokalhyra etc.	• Andel internt förvaltad kapital samt diversifiering	✓	✓	✓

¹ CEM Benchmarking definierar investeringskostnader till alla kostnader som relateras till investeringsaktiviteter och inkluderar därför schabloner för t.ex. holdingsbolag som administrerar egendomar t.ex. Vaskatronan

² Redovisas samlat "Provisionskostnader" inom Första till Fjärde AP-fondernas årsredovisningar

³ Änses redovisningsmässigt vara ett lån och kostnadsförs som netto av in- och utbetalningar

⁴ CEM lägger tillbaka management fee i avskningen när och om den återbetalas

⁵ Vissa transaktionskostnader inom onoterade tillgångar, t.ex. private equity och hedgefonder, täcks av "management fee" och externa förvaltningskostnader inom onoterade tillgångar

KÄLLA: Årsredovisningar, CEM-benchmarking, intervjuer, McKinsey analys

Redovisade kostnader (netto). Kostnadsbasen är den som oftast uttrycks och diskuteras för AP-fonderna och är den kostnadsbas som används i den grundläggande utvärderingen. Den består av nettoeffekten av externa förvaltningskostnader (kallat provisionskostnader i årsredovisningen) och samtliga personal- och administrationskostnader, men exkluderar prestationsbaserade arvoden och transaktionskostnader. Den här kostnadsbasen används i fördjupningen endast som en referenspunkt.

Redovisade kostnader brutto. Kostnadsbasen är baserad på årsredovisningen, men är större än kostnadsbasen netto (se ovan) i absoluta tal då kostnader som i årsredovisningen återfinns i noterna (men i resultaträkningen inkluderas som en minskad nettointäkt) har tydliggjorts och lyfts fram. Syftet med denna metod är att ge en så detaljerad analys som möjligt av fondernas redovisade kostnader.

Skillnaden mot de redovisade kostnaderna netto är att externa prestationsbaserade avgifter och transaktionskostnader för noterade innehav läggs till och synliggörs. Prestationsbaserade avgifter och transaktionskostnader för onoterade innehav beaktas inte tillsammans med externa förvaltningskostnader för direktägda fastigheter eftersom dessa

inte redovisas separat enligt gällande lagrum och redovisningspraxis¹³⁴. Den här kostnadsbasen används i fördjupningen för att beskriva fondernas redovisade kostnadsnivåer samt utveckling av dessa över tid.

Modellerade kostnader enligt CEM Benchmarking. Kostnadsbasen är baserad på CEM som bygger på frivilligt inrapporterad data samt schabloner som modelleras till en med andra fonder jämförbar kostnadsbas. Syftet är att jämföra AP-fondernas kostnadseffektivitet med 18 internationella pensionsfonder i liknande storlek (jämförelsegruppen).

Jämfört med kostnadsbasen ovan (redovisade kostnader brutto) täcker CEM inte transaktionskostnader för noterade innehav. Däremot täcker CEM Benchmarking externa förvaltningskostnader för onoterade innehav (*reala tillgångar, private equity*¹³⁵, *hedgefonder*¹³⁶). CEM täcker inte heller prestationsbaserade arvoden inom *private equity*¹³⁶ medan arvoden däremot täcks inom *hedgefonder*. All analys med CEM Benchmarking görs baserat på 2015 års kostnader då 2016 års analys ej finns tillgänglig ännu.

Kostnader bör alltid analyseras i relation till avkastning. Det är viktigt att inte bara analysera kostnader isolerat, utan även sätta dem i relation till den avkastning de bidrar till att generera. Det är värt att betona att avkastning efter kostnader är densamma oavsett vilken av kostnadsbaserna som analyseras, eftersom de kostnader som adderas för att få bruttokostnader läggs tillbaka till intäkterna.

0,126 eller 0,177 eller 0,324 % i kostnad av kapital = samma avkastning om 9,8 %. För Första till Fjärde AP-fonden tillsammans uppgår kostnadsbasen baserat på redovisade kostnader¹³⁷ som en andel av det förvaltade kapitalet till 0,126 %, (motsvarar SEK 1,6 miljarder på ett förvaltad om SEK 1 293 miljarder¹³⁸). Kostnadsbasen baserat på redovisade kostnader brutto uppgår till 0,177 % av det förvaltade kapitalet (motsvarar SEK 2,3 miljarder, samma förvaltade kapital). Den modellerade kostnadsbasen enligt CEM som används för jämförelse med andra internationella pensionsfonder uppgår till

¹³⁴ Exempelvis behöver inte AP-fonderna koncernredovisa, vilket skulle innebära att de skulle behöva redovisa samtliga sina direktägda bolags kostnader – så som det direktägda fastighetsbeståndet.

¹³⁵ För private equity och hedgefonder redovisas externa förvaltningskostnader (management fees) som en del av det investerade beloppet om management fee återbetalas när fonden avslutas. Detta är i linje med redovisningspraxis. CEM Benchmarking definierar det som en kostnad, men ökar därmed på avkastningen motsvarande återbetalningen. I båda fallen är avkastningen efter kostnader densamma. Management fee betalas i tillägg till vinstdelning.

¹³⁶ På grund av för dålig datakvalitet i jämförelsegruppen.

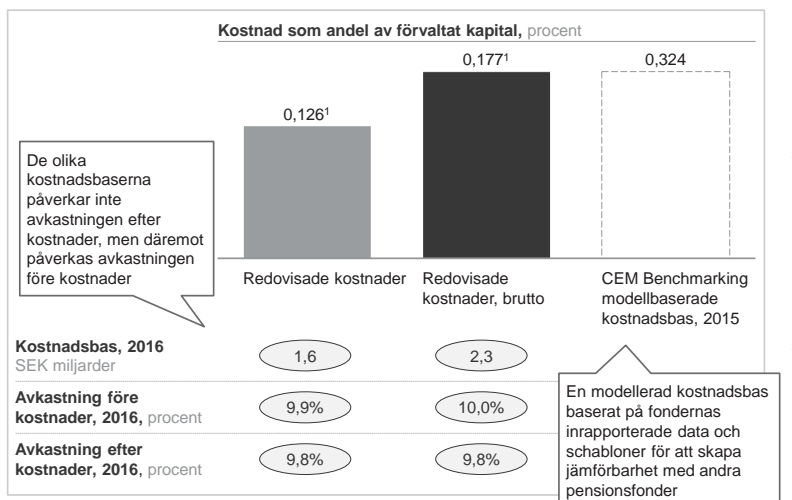
¹³⁷ Samma som i den grundläggande utvärderingen. Den grundläggande utgår dock från genomsnittligt kapital.

¹³⁸ Per den 31 december 2016.

0,324 % av det förvaltade kapitalet. Alla tre kostnadsbaser har samma avkastning efter kostnader, som 2016 var 9,8 procent¹³⁹ (bild 52).

Bild 52

Översikt Första till Fjärde AP-fondernas kostnadsbaser



¹ Totals kostnader under året delat på utgående kapital, kan skilja sig från den grundläggande som beräknar kostnader per dagligt kapital (genomsnitt)

KÄLLA: Årsredovisningar, CEM Benchmarking, McKinsey-analys

KOSTNADEFFEKTIVITET JÄMFÖRT MED ANDRA INTERNATIONELLA PENSIONSFONDER

Fonderna har 20 % lägre kostnader. Baserat på den modellerade kostnadsbasen enligt CEM Benchmarking på 0,324 % har Första till Fjärde AP-fonden 20 % lägre kostnad än jämförelsegruppen år 2015 (bild 53).

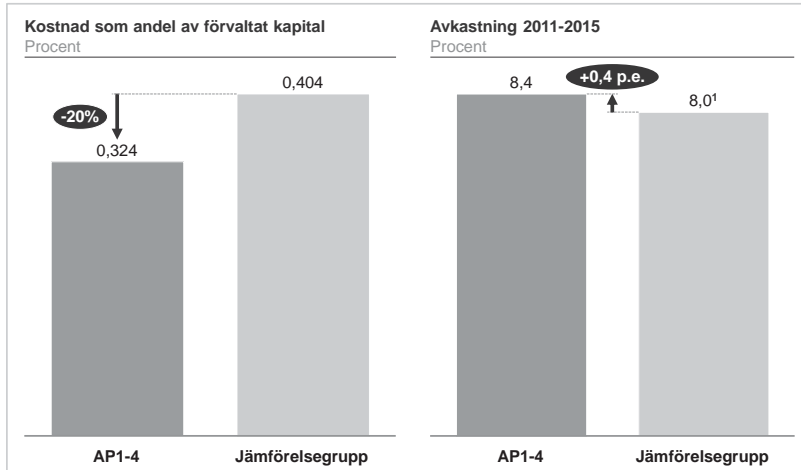
Den lägre kostnaden verkar inte ha påverkat avkastningen negativt. Den lägre kostnaden för Första till Fjärde AP-fonden har till synes inte påverkat avkastningen efter kostnader jämfört med jämförelsefonderna. Första till Fjärde AP-fonden har de senaste 5 åren genererat en avkastning efter kostnader på i genomsnitt 8,4 % per år vilket kan jämföras med jämförelsegruppens avkastning på 8,0%¹⁴⁰.

¹³⁹ Endast Första till Fjärde AP-fonden

¹⁴⁰ Estimat på avkastning för jämförelsegruppen baserat på CEM Benchmarking för Andra och Tredje AP-fondernas jämförelsegrupp. Ej justerat för AP-fondernas tillgångsallokering så som görs vid kostnadseffektivitetsanalyser.

Bild 53

Första till Fjärde AP-fondernas kostnadseffektivitet och avkastning jämfört med jämförelsegruppen



1 5-årig avkastning för jämförelsegruppen är baserat på jämförelsegruppen för AP2 och AP3 från CEM Benchmarking
KÄLLA: CEM Benchmarking, McKinsey-analys

Intern förvaltning och kostnadsfokus pressar kostnader. Första till Fjärde AP-fondens 20 % lägre kostnader kommer framförallt från fondernas arbete med internalisering¹⁴¹ och en kostnadseffektiv extern och intern förvaltning (bild 54).

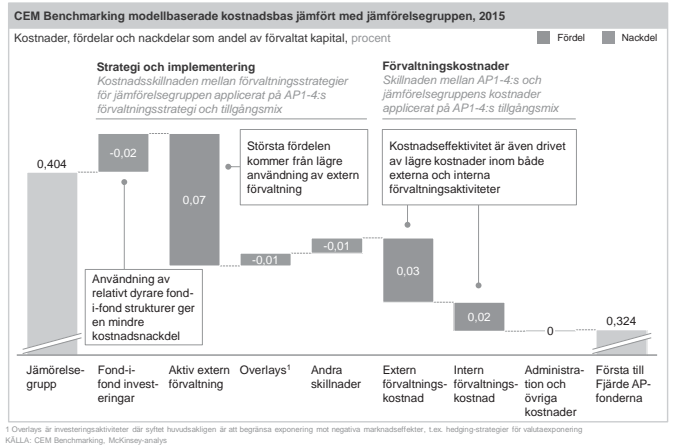
Arbetet med internalisering har gett en lägre andel aktiv extern förvaltning jämfört med jämförelsegruppen vilket ger en fördel på 0,07 % av förvaltad kapital. Arbetet med en kostnadseffektiv extern och intern förvaltning ger en fördel 0,03 respektive 0,02 %. De nackdelar fonderna har jämfört med jämförelsegruppen är framförallt en högre andel fond-i-fond investeringar vilket ger en nackdel på -0,02 %.

Fond-i-fond lösningar är generellt en dyrare investeringsform. Samtliga kostnader bör sättas i relation till den avkastning som investeringen genererar. Ingen av fonderna har längre som strategi att investera i fond-i-fond strukturer utan dessa är innehav som finns kvar i portföljerna sedan tidigare års investeringar.

¹⁴¹ Flytta kapital från extern förvaltning till intern förvaltning.

Bild 54

Första till Fjärde AP-fondernas kostnadsfördel och nackdel jämfört med jämförelsegruppen



Fördel från lägre andel aktiv extern förvaltning. Fördelen kommer från att fonderna har gjort ett strategiskt val att internalisera en större andel av förvaltningen jämfört med jämförelsegruppen vilket generellt är en kostnadseffektivare förvaltningsform. Första till Fjärde AP-fonden hade 2015 omkring 70 % intern förvaltning att jämföra med jämförelsegruppen som hade omkring 30 % intern förvaltning.

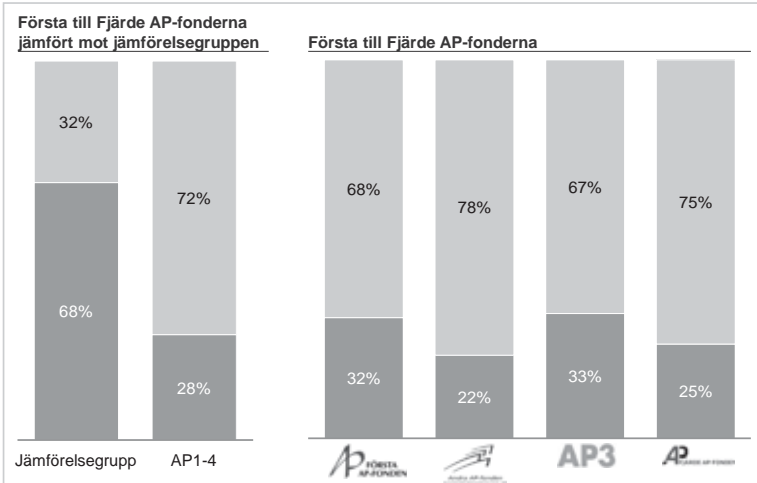
Andra och Fjärde AP-fonden har högst andel intern förvaltning omkring 75 %, medan Första och Tredje AP-fonden har omkring 70 % intern förvaltning. Givet att placeringsreglerna begränsar Första till Fjärde AP-fonderna till extern förvaltning av *private equity* och *hedgefonder* är det fondernas höga andel intern förvaltning inom aktier, räntebärande och fastigheter som bidrar till en högre internalisering (bild 55).

Bild 55

Förvaltningsform för AP1-4 jämfört med jämförelsegruppen

Allokering¹ som % av total portfölj, 2015

■ Intern förvaltning ■ Extern förvaltning



¹ Allokering från CEM Benchmarking
KÄLLA: CEM Benchmarking, McKinsey-analys

Fördel från kostnadsfokus i extern förvaltning. Fördelen från lägre kostnad för extern förvaltning bedöms komma från att fonderna har en kostnadseffektiv och genomtänkt upphandling av extern förvaltning. Förutom att fonderna arbetar med att välja förvaltare som har låga kostnader (i förhållande till avkastningen) lägger fonderna stor vikt vid att förhandla avgifter. Största fördelen jämfört med jämförelsegruppen kommer från den aktiva externa aktieförvaltningen (0,15 procentenheter) eftersom denna utgör omkring 40 % av det aktivt externt förvaltade kapitalet.

Fonderna är även kostnadseffektivare inom aktiv extern förvaltning av *private equity* och *hedgefonder* (strax över 0,20 procentenheter) som utgör omkring 30 % av det aktivt externt förvaltade kapitalet. AP-fonderna är 0,07 procentenheter mindre kostnadseffektiva än jämförelsegruppen inom aktivt externt förvaltade fastigheter och övrigt¹⁴², men dessa utgör endast 2,5 % av det externt aktivt förvaltade kapitalet (bild 56).

¹⁴² Huvudsakligen Global TAA, där kostnaden är driven av prestationsbaserade arvoden.

Bild 56

Första till Fjärde AP-fondernas interna och externa förvaltningskostnader per tillgångsslag jämfört mot jämförelsegruppen

Fördel eller nackdel relativt till jämförelsegruppen¹, procentenheter av förvaltad kapital

Allokering inom totalportföljen², procent

Grad av vikt inom totalportföljen²

Fördel³ Nackdel³

Tillgångsslag	Total	Intern förvaltning		Extern förvaltning	
		Passiv	Aktiv	Passiv	Aktiv
Aktier	0,06 46,2%	0,02 7,7%	0,03 24,8%	0,03 3,7%	0,15 10,0%
Räntebärande	0,00 33,1%	0,00 3,1%	0,01 26,3%		-0,08 3,6%
Fastigheter	0,03 8,6%	0,00 1,4%	0,05 5,9%		-0,07 1,2%
Private equity	0,22 5,1%				0,22 5,1%
Hedgefonder ³	0,23 3,4%				0,23 3,4%
Övriga reala tillgångar	0,17 2,4%		0,05 1,2%		0,28 1,2%
Övrigt ⁴	-0,07 1,3%				-0,07 1,3%
Total	0,05 100%	0,01 12,3%	0,02 58,2%	0,03 3,7%	0,12 25,9%

¹ Kostnadsfördel eller -nackdel som andel av förvaltad kapital inom tillgångsslaget. Inkluderar ej kostnader som inte kan allokeras per tillgångsslag, t.ex. enkla administrationskostnader och overlays

² Allokering från CEM Benchmarking 2015 baserat på genomsnittlig marknadsvärde per tillgångsslag

³ Inkluderar prestationsbaserade arvoden

⁴ Inkluderar huvudsakligen tillgångsslaget Global Tactical Asset Allocation, och kostnaden är främst driven av prestationsbaserade arvoden som beror på uppnådd avkastning

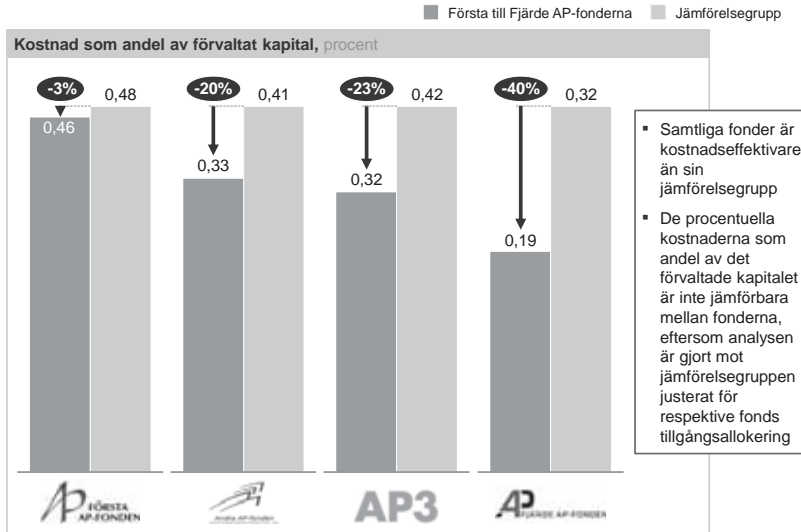
KÄLLA: CEM Benchmarking, McKinsey-analys

Även intern förvaltning är mer effektiv. Fördelen från lägre kostnad för intern förvaltning kommer från att fonderna är kostnadseffektivare än jämförelsegruppen för all intern förvaltning med undantag för passiv intern förvaltning av räntebärande och fastigheter. Den största fördelen kommer också från den aktiva interna aktieförvaltningen (0,03 procentenheter), som denna utgör omkring 40 % av det aktivt internt förvaltade kapitalet (bild 56).

Även respektive fond är mer kostnadseffektiv än jämförelsegruppen baserat på CEM. Fjärde AP-fonden har lägst kostnader med 40 % kostnadseffektivare förvaltning, Tredje AP-fonden 23 %, Andra AP-fonden 20 % och Första AP-fonden 3 % (bild 57).

Bild 57

Översikt kostnadseffektivitet per fond jämfört med jämförelsegruppen



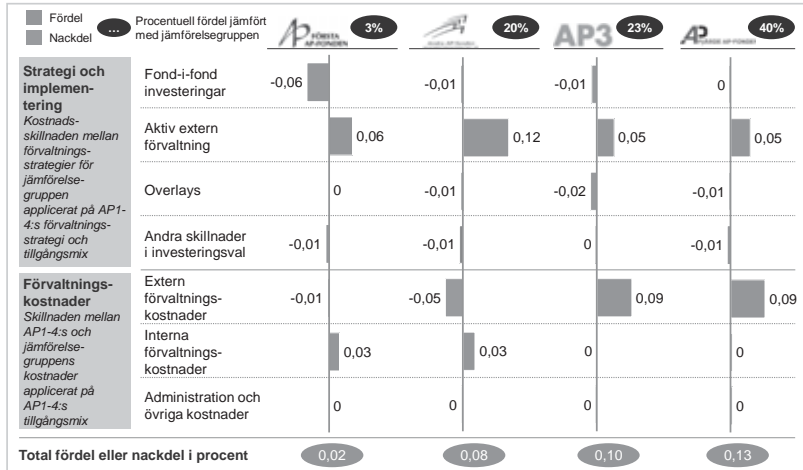
KÄLLA: CEM Benchmarking, McKinsey-analys

Alla AP-fonder har lägre andel aktiv extern förvaltning. Gemensamt för samtliga fonder är att alla har en fördel jämfört med jämförelsegruppen genom en lägre andel aktiv extern förvaltning. Tredje och Fjärde AP-fonderna har dessutom gemensamt en fördel genom lägre kostnad för extern förvaltning medan Första och Andra AP-fonderna har en fördel genom lägre kostnad för intern förvaltning (bild 58).

Bild 58

Kostnadsfördel och nackdel per fond jämfört med jämförelsegruppen

Fördelar och nackdelar¹ för AP1-4 från CEM Benchmarking, procent av förvaltad kapital



¹ Baslinjen i mitten representerar fondernas jämförelsegrupps kostnad per förvaltad kapital per respektive fond
KÄLLA: CEM Benchmarking, McKinsey-analys

Investeringsform som kostar men också har gett mer. Första AP-fonden har en nackdel genom högre andel fond-i-fond investeringar jämfört med jämförelsegruppen. Dessa högre kostnader kommer främst från hedgefonder och beror på två saker: implementeringsstil samt avgifter för ett strategiskt samarbete. Första AP-fondens har valt att implementera sin strategi på ett sätt som ser dyrt ut i förhållande till förvaltad kapital vid denna typ av beräkning. Underliggande avgifter för hedgefonder är omkring 2% som andel av allokerat kapital, men omkring 3% som andel av eget kapital¹⁴³ vilket gör att det ser ut att vara 50 % dyrare än vad det allokerade kapitalet verkligen är. Vidare har Första AP-fonden ett strategiskt samarbete inom *hedgefonder* vilket kostar ytterligare omkring 0,3 %. CEM kategoriserar detta som en fond-i-fond investering även om det inte är en fond-i-fond struktur i klassisk mening.

Första AP-fondens högre kostnader för detta skall sättas i relation till de höga avkastningar efter kostnader, högre än de andra AP-fonderna, inom både *private equity* (Första AP-fonden 21 % jämfört med Andra till Fjärde AP-fonden 16 %) och *hedgefonder* (14 % jämfört med 2,5%) som Första AP-fonden haft 2013-2016.

Andra AP-fonden högre kostnad för extern förvaltning. Andra AP-fonden har en nackdel genom högre kostnad för externa förvaltningskostnader. Dessa högre kostnader kommer framförallt från den aktiva externa aktieförvaltningen. Andra AP-fonden har senaste åren arbetat med ett internaliseringsprogram för att kostnadsbespara extern aktiv förvaltning och noterbart är att 2015 hade den fulla effekten av detta ännu inte slagit igenom.

Fjärde AP-fonden har lägst kostnader totalt sett. Det som gör att Fjärde AP-fonden totalt sett har lägst kostnader är att fonden har lägre andel aktiv extern förvaltning och lägre kostnader för extern förvaltning., samtidigt som fonden i princip är i linje med jämförelsegruppen på övriga dimensioner.

Dyrt...men prisvärt? Som tidigare betonats bör kostnads alltid sättas i relation till avkastningar efter kostnader eftersom en högre kostnad kan rättfärdigas om den genererat en högre avkastning efter kostnader. På vanlig svenska kanske man säga att billigt inte alltid är prisvärt. I följande analys har respektive tillgångsslag analyserats baserat på dess avkastning¹⁴⁴ 2013-2016, dess procentuella kostnadsnivå samt kostnadsnivån jämfört med jämförelsegruppen.

Samtliga tillgångsslag har avkastningar som rättfärdigar kostnaderna. Fonderna har 10-100 gånger högre avkastning än kostnader som andel av förvaltad kapital (undantag alternativa hedgefonder) samtidigt som fonderna har lägre kostnader än jämförelsegruppen inom alla tillgångsslag förutom räntebärande och övrigt (bild 59).

¹⁴³ Detta eftersom Första AP-fonden har en implementeringsstruktur som effektivt använder kapitalet för att nå en högre exponering motsvarande 1,5x det egna kapitalet.

¹⁴⁴ Estimerad genomsnittlig avkastning 2013-2016 efter netto externa förvaltningskostnader för onoterade tillgångar, men före alla övriga redovisade kostnader.

Bild 59

Avkastning och kostnad per tillgångslag jämfört med jämförelsegruppen

*** Kostnadsfördel¹, > 10% lägre kostnad än jämförelsegruppen
*** Kostnadsnackdel¹, > 10% högre kostnad än jämförelsegruppen

Första till Fjärde AP-fonderna				
	Genomsnittlig avkastning ¹ 2013-2016, Procent	Förvaltningskostnad ² per tillgångslag 2015, Procent av förvaltad kapital	Kostnadsfördel eller –nackdel ³ , Procent	Allokering inom totalportföljen ⁴ , Procent
Aktier	13,3%	0,139	+28,1%	47,9%
Räntebärande	4,1%	0,069	-2,7%	32,5%
Fastigheter	22,3%	0,256	+10,5%	8,2%
Private equity	20,8%	1,687	+11,0%	3,4%
Hedgefonder	7,4%	1,992	+13,2%	3,3%
Andra reala tillgångar	8,3%	0,515	-2,3%	1,8%
Övrigt	12,2%	1,259	-33,0%	2,8%

¹ Estimerad genomsnittlig avkastning 2013-2016 efter netto externa förvaltningskostnader för onoterade tillgångar, men före alla övriga kostnader

² Kostnad som andel av förvaltad kapital inom tillgångslaget. Inkluderar ej kostnader som inte kan allokeras per tillgångslag, t. ex. enka administrationskostnader och overlays

³ Storlek av kostnadsfördel eller –nackdel är procentuell skillnad mellan Första till Fjärde AP-fondernas kostnad och jämförelsegruppens kostnad inom tillgångslaget

⁴ Genomsnittlig allokering inom totalportföljen 2013-2016 från Första till Fjärde AP-fondernas detaljerade portföljdata. Skillnader inom allokering från CEM Benchmarking jämfört Första till Fjärde AP-fondernas portföljdata ger mindre diskrepans mellan avkastningsanalyserna och kostnadsanalysen

KÄLLA: Detaljerad portföljdata Första till Fjärde AP-fonderna, CEM Benchmarking, årsredovisningar, McKinsey-analys

Största fördelen i kostnadseffektivitet kommer från tillgångslaget aktier som utgör 46 % av kapitalet och förvaltas till en genomsnittlig kostnad av 0,139 % vilket är omkring 30 % effektivare än jämförelsegruppen. Även *fastigheter*, *private equity* och *hedgefonder* som utgör omkring 17 % av kapitalet och förvaltas till en genomsnittlig kostnad av 0,2-2,0 % är 11-13 % kostnadseffektivare än jämförelsegruppen.

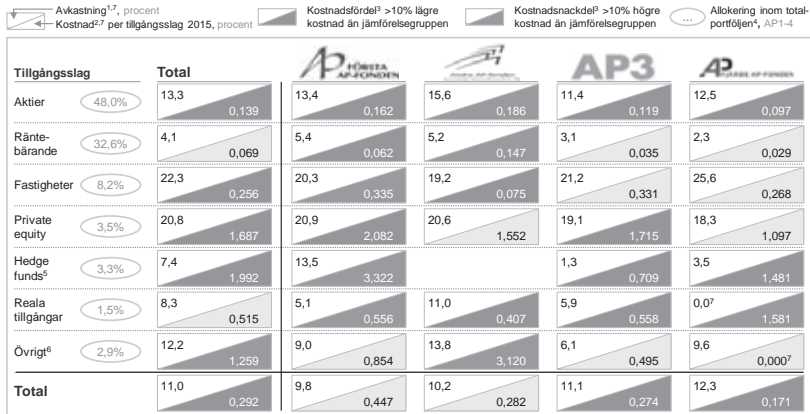
Räntebärande utgör 33 % av kapitalet och förvaltas till en genomsnittlig kostnad av 0,069 % av kapitalet, och är 2,7 % mindre kostnadseffektiv än jämförelsegruppen (bild 61).

Första AP-fonden har förutom fördel inom aktier också en fördel i räntor och *private equity*, men har en nackdel i *hedgefonder* som beskrivits i stycket ovan. Andra AP-fonden har en fördel i *fastigheter* och *övriga reala tillgångar*, men har en nackdel inom räntor och aktier. Andra AP-fonden har en dyrare förvaltning och arbetar med detta vilket beskrivits i analyserna ovan. Tredje AP-fonden har förutom fördel i aktier också fördelar inom *hedgefonder* och *övriga reala tillgångar*. Fjärde AP-fonden har förutom fördelar i aktier också fördel inom *hedgefonder* och nackdel inom *övriga reala tillgångar* (bild 60).

Bild 60

Första till Fjärde AP-fondernas kostnader och avkastning per tillgångsslag

Kostnader som andel av förvaltad kapital



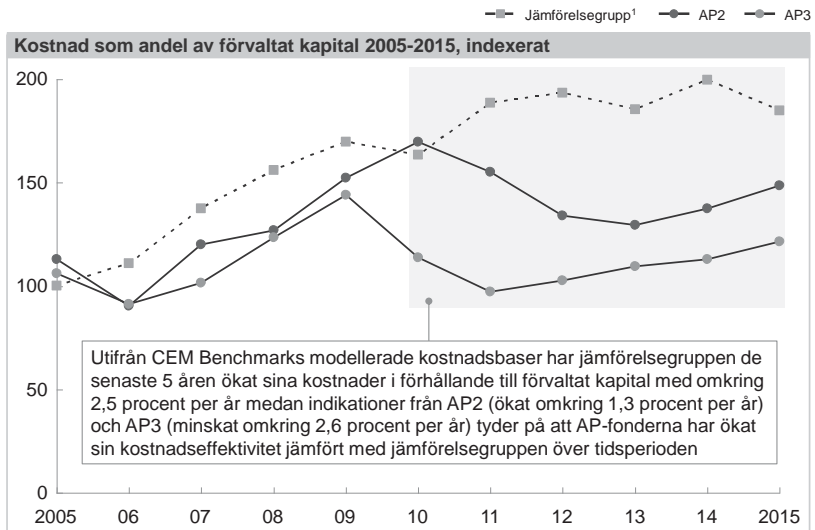
1 Estimerat genomsnittlig avkastning 2013-2016 efter netto externa förvaltningskostnader för onoterade tillgångar, men före alla övriga kostnader
 2 Kostnad som andel av förvaltad kapital inom tillgångsslaget. Inkluderar ej kostnader som inte kan allokeras per tillgångsslag, t. ex. enkla administrationskostnader och overlays
 3 Jämfört med jämförelsegruppen från CEM Benchmarking 2015. Fördel markerats om kostnaden är 10% lägre än jämförelsegruppen, medan nackdel markerats där kostnaden är mer än 10% högre än jämförelsegruppen.
 4 Genomsnittlig allokering inom totalportföljen 2013-2016 från Första till Fjärde AP-fondernas detaljerade portföljdata
 5 Inkluderar prestationsbaserade avroden
 6 Inkluderar huvudsakligen tillgångsslaget Global Tactical Asset Allocation, och denna kostnad är drivet av prestationsbaserade avroden, som beror på uppnådd avkastning
 7 Allokering från CEM Benchmarking jämfört med Första till Fjärde AP-fondernas portföljdata ger avvikelser inom avkastningsanalyserna jämfört med kostnadsanalyserna
 KÄLLA: CEM Benchmarking, Första till Fjärde AP-fonderna detaljerad portföljdata McKinsey-analys

Kostnader relativt kapitalet ökar mindre än i jämförelsegruppen. Baserat på modellerade kostnadsbasen enligt CEM har jämförelsegruppen de senaste 5 åren ökat sina kostnader i förhållande till förvaltad kapital med omkring 2,5 % per år (justerat för tillgångsallokering).

Indikationer från Andra och Tredje AP-fonderna (endast dessa som medverkat varje år under denna tidsperiod) tyder på att AP-fonderna de senaste 5 åren har ökat sin kostnadseffektivitet jämfört med jämförelsegruppen eftersom Andra AP-fonden har ökat sina kostnader med omkring 1,3 % per år vilket är mindre än jämförelsegruppen, och Tredje AP-fonden har minskat sina kostnader med omkring 2,6 % per år över perioden 2010-2015 (bild 61).

Bild 61

Kostnadsutveckling Andra och Tredje AP-fonden mot jämförelsegrupp



¹ Jämförelsegruppen är justerat för Andra och Tredje AP-fondernas tillgångsmix
KÄLLA: CEM Benchmarking, Andra och Tredje AP-fonderna, årsredovisningar, McKinsey-analys

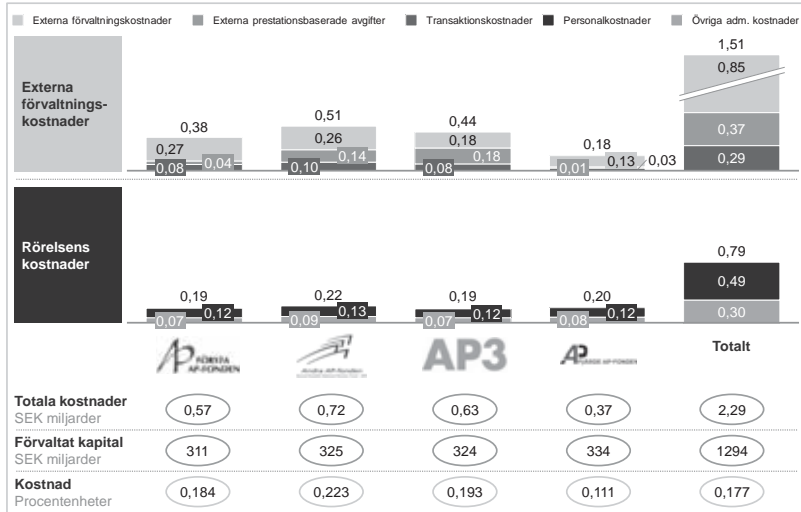
FONDERNAS REDOVISADE KOSTNADER

Totala redovisade kostnader brutto är 0,177 % av förvaltad kapital. Första till Fjärde AP-fondernas totala redovisade kostnader brutto uppgick 2016 till 0,177 % av förvaltad kapital om SEK 1 293 miljarder (vilket motsvarar SEK 2,3 miljarder). Detta skiljer sig mellan fonderna från 0,111 % (SEK 0,37 miljarder) för Fjärde AP-fonden, 0,184 % (SEK 0,57 miljarder) för Första AP-fonden, 0,193 % (SEK 0,63 miljarder) för Tredje AP-fonden och 0,223 % (SEK 0,72 miljarder) för Andra AP-fonden (bild 62).

Bild 62

Första till Fjärde AP-fondernas totala redovisade kostnader brutto 2016

SEK miljarder



KÄLLA: Årsredovisningar 2016, McKinsey-analys

Externa förvaltningen står för två tredjedelar av kostnaderna och varierar mellan fonderna. Externa förvaltningskostnaderna¹⁴⁵ står för omkring två tredjedelar och varierar mellan SEK 0,18 miljarder för Fjärde AP-fonden och SEK 0,51 miljarder för Andra AP-fonden. Skillnader i externa förvaltningskostnaderna mellan fonderna drivs av flera dimensioner i fondernas strategi och förvaltningsform. De viktigaste drivarna är tillgångsallokeringar (olika tillgångsslag kostar olika mycket att förvalta), andel externt förvaltad kapital, andel aktiv förvaltning och intensitet i den aktiva förvaltningen, samt fondens exponering mot externa prestationsbaserade kontrakt och hur dessa har presterat under året (ju högre avkastning ju högre kostnad). Exempelvis har Andra och Tredje AP-fonden markant högre prestationsbaserade arvoden 2016 än Första och Fjärde AP-fonden vilket drivs av god avkastning. Vidare har Andra AP-fonden en högre kostnad för transaktioner vilket beror på en förvaltningsstrategi med högre transaktionsintensitet.

Rörelsekostnaderna står för en tredjedel och är lika mellan fonderna.

Rörelsekostnaderna¹⁴⁶ står för omkring en tredjedel och är relativt lika mellan fonderna

¹⁴⁵ Externa förvaltningskostnader, externa prestationsbaserade arvoden, och transaktionskostnader.

¹⁴⁶ Personalkostnader och övriga administrationskostnader.

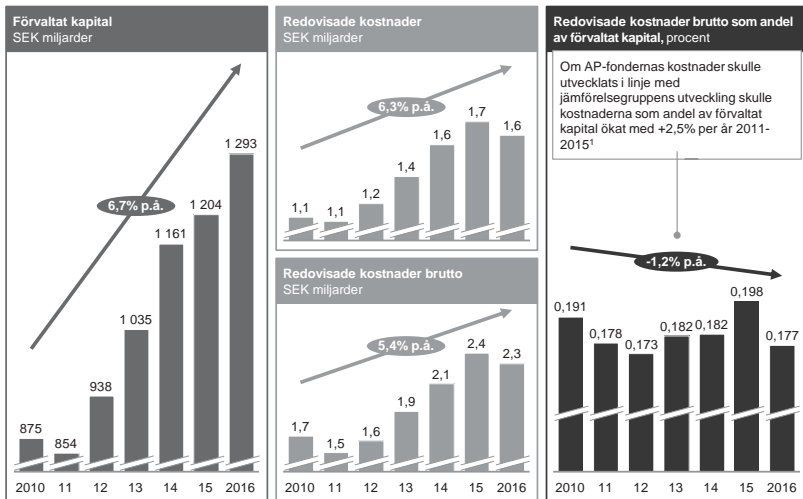
omkring SEK 0,2 miljarder vilket motsvarar 0,061 % av förvaltad kapital.

Rörelsekostnaderna som består av personal- och administrationskostnader täcker både intern förvaltning och gemensamma kostnader.

Kostnaderna relativt det totala kapitalet har minskat. 2010 till 2016 har Första till Fjärde AP-fonden minskat sina redovisade kostnader brutto som en andel av förvaltad kapital från 0,191 % till 0,177 %. Detta eftersom det förvaltade kapitalet har ökat med SEK 418 miljarder (6,7% per år) samtidigt som kostnaderna har ökat i lägre takt med SEK 0,7 miljarder (5,4 % per år) (bild 63).

Bild 63

Första till Fjärde AP-fondernas utveckling av förvaltad kapital och kostnader



1 Utveckling av jämförelsegruppens kostnadsnivå relativt till förvaltad kapital baserat på utvecklingen av AP2 och AP3 sina CEM Benchmarking jämförelsegrupper 2011-2015
KÄLLA: CEM Benchmarking, årsredovisningar, McKinsey-analys

Kostnaderna ökar i absoluta tal då volym och strategi utvecklas. Av kostnadsökningen står externa förvaltningskostnader för 75 % av ökningen, varav omkring 50 procentenheter eller SEK 0,32 miljarder kommer från att förvaltad kapital har växt med 6,7 % per år. Resterande 25 procentenheter eller SEK 0,16 miljarder är en nettoeffekt av en rad strategiska förändringar som både medfört minskade och ökade kostnader.

De förändringar som medfört **minskade kostnader** är exempelvis fondernas internaliseringsarbete, vilket minskar externa förvaltningskostnader, och fondernas arbete

med kostnadseffektivitet så som att förhandla om avtal och använda kostnadseffektiva förvaltare.

Förändringar som **ökat kostnaderna** är fondernas arbete med diversifiering eftersom alternativa investeringar och tillväxtmarknader är dyrare tillgångslag (som också förväntas ge portföljen totalt sett en högre riskjusterad avkastning), samt högre andel aktiv förvaltning vilket är dyrare än passiv förvaltning.

Strategiska – ibland dyrare – val syftar till att förbättra riskjusterad avkastning.

Syftet med samtliga strategiska och implementeringsrelaterade förändringar är att öka den riskjusterade avkastningen. Som beskrivs i fördjupningen om alternativa investeringar har fondernas investeringar i alternativa investeringar 2013-2016 bidragit positivt till portföljens avkastning efter kostnader genom högre genomsnittlig avkastning på 13 % än resten av portföljen på 10 respektive 5 % (aktier respektive räntor). I tillägg har tillgångslag och marknader adderats till portföljen som bör ha lägre korrelation med exempelvis noterade svenska aktier.

Mer intern förvaltning driver ökade rörelsekostnader. Rörelsekostnaderna står för omkring 21 % av ökningen i absoluta kronor, men har under perioden minskat som en andel av förvaltad kapital från 0,075 % till 0,061 % eftersom även rörelsekostnaderna förvaltar ett större kapital 2016 än 2010.

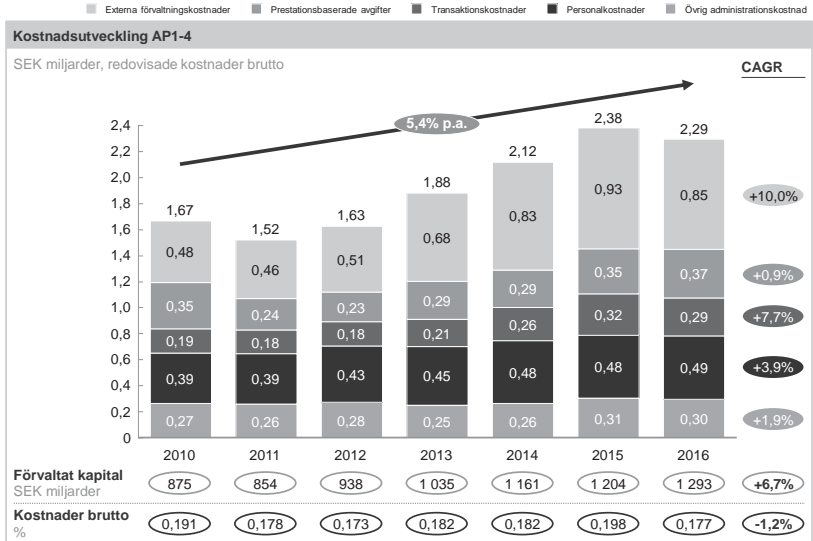
Drivaren till de ökade rörelsekostnaderna är främst internalisering av extern förvaltning vilket ökar både personal- och övriga administrationskostnader. Fonderna har ökat sina interna rörelsekostnader genom internalisering av externa förvaltningskostnader och samtidigt sänkt sina kostnader i förhållande till förvaltad kapital. Det är en stor kostnadsbesparing. Dessutom har nyrekryteringar gjorts för att möta nya kompetenskrav exempelvis nya tillgångslag, nya regelverk och policys vilket ställer nya krav på resurser inom risk- och compliance och ESG. Avslutningsvis har prishöjningar för externa tjänster exempelvis marknadsinformation bidragit till att öka kostnaderna.

Resterande 4 % av kostnadsökningen kommer från prestationsbaserade arvoden.

För översikt av hur respektive kostnadselement har utvecklats år för år, se bild 64.

Bild 64

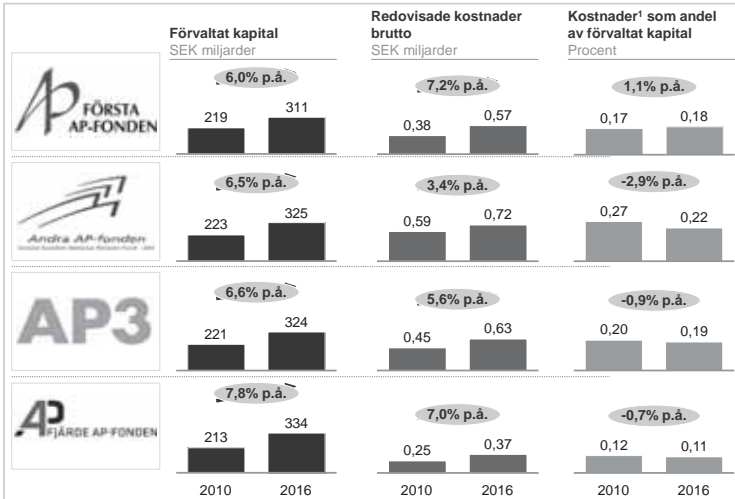
Första till Fjärde AP-fondernas kostnadsutveckling per kostnadstyp



Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden har under perioden minskat sina respektive kostnader som andel av förvalt kapital med 2,9 %, 0,9 % samt 0,7 %. Första AP-fonden har ökat sina kostnader som andel av förvalt kapital med 1,1 %. Samtliga fonder har minskat sina rörelsekostnader som en andel av förvalt kapital (bild 65).

Bild 65

Utveckling av kapital och redovisade kostnader brutto 2010-2016



1 Redovisade kostnader brutto
 KÄLLA: Årsredovisningar, McKinsey-analys

Finansdepartementet

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 24 maj 2017

Närvarande: statsminister Löfven, ordförande, och statsråden Lövin, Y Johansson, M Johansson, Baylan, Bucht, Hultqvist, Andersson, Ygeman, Bolund, Damberg, Bah Kuhnke, Strandhäll, Fridolin, Eriksson, Linde, Skog, Ekström

Föredragande: statsrådet Bolund

Regeringen beslutar skrivelse AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2016