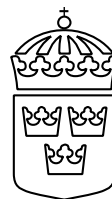


# Regeringens skrivelse

## 2015/16:130



Redovisning av AP-fondernas verksamhet  
t.o.m. 2015

Skr.  
2015/16:130

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 19 maj 2016

*Margot Wallström*

*Per Bolund*  
(Finansdepartementet)

## Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen lämnar regeringen en redovisning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) verksamhet t.o.m. 2015. I redovisningen ingår bl.a. en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar för 2015 och en utvärdering av AP-fondernas verksamhet sedan 2001. Skrivelsen överlämnas årligen till riksdagen senast den 1 juni.

Under 2015 uppgick det samlade resultatet för Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna (buffertfonderna) till 65 miljarder kronor efter kostnader. Det motsvarar en avkastning på 5,5 procent, vilket är i nivå med den genomsnittliga avkastningen sedan 2001. Det förvaltade kapitalet i buffertfonderna uppgick till 1 230 miljarder kronor vid slutet av 2015, vilket är 45 miljarder kronor mer än vid föregående årsskifte. Utbetalningarna från buffertfonderna till inkomstpensionssystemet uppgick netto till 21 miljarder kronor under 2015.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna har stor betydelse för buffertfondernas avkastning. Sedan starten 2001 har buffertfondernas genomsnittliga avkastning varit 5,4 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)**

	2015	2014	2013	2012	2011	2001–2015
Inkomstindex (%)	2,1	0,5	3,7	4,9	1,9	3,0
Avkastning (%)	5,5	14,1	13,5	11,6	-1,9	5,4
Avkastning (mdkr)	65	147	128	101	-17	712
Totalt fondkapital (mdkr)	1 230	1 185	1 058	958	873	

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 2015 var det underskott i pensionsbetalningarna och därför överfördes sammanlagt 21 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 2015 års slut utgjorde kapitalet i buffertfonderna 14 procent av tillgångarna i inkomstpensionssystemet, medan resterande 86 procent utgjordes av avgiftstillgångar.

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. Första–Fjärde AP-fonderna fortsätter att fokusera på de långsiktiga strategiska besluten, vilket regeringen ser positivt på. Regeringen ser även positivt på att Första–Fjärde AP-fonderna har fortsatt att utveckla sina respektive förvaltningsmodeller i olika riktningar, vilket har lett till ökad diversifiering. Detta bedöms leda till en bättre riskspridning i förvaltningen av buffertkapitalet.

Sjätte AP-fondens uppdrag skiljer sig från de övriga buffertfonderna genom att fonden är sluten, dvs. saknar betalningsflöden gentemot pensionssystemet. Uppdraget för Sjätte AP-fonden är att förvalta medlen i fonden genom att investera på riskkapitalmarknaden, dvs. i onoterade bolag. Under 2015 uppgick fondens avkastning till 12,2 procent, vilket översteg inkomstindex men var något lägre än det mål som fondens styrelse fastställt i form av ett index för noterade aktier. Det strategiskifte som fonden genomfört sedan 2011 (ökade investeringar i mogna bolag samt en gradvis ökande internationalisering av portföljen) framstår som välgrundat och regeringen ser positivt på det konsekventa genomförandet av denna strategi.

Förvaltningskostnaderna för buffertfonderna (Första–Fjärde och Sjätte AP-fonden) uppgick till 1,8 miljarder kronor under 2015, vilket var 147 miljoner kronor mer än föregående år. Detta förklaras till viss del av valutakursförändringar; framför allt en starkare amerikansk dollar i relation till den svenska kronan. Som andel av det totala buffertkapitalet var förvaltningskostnaderna 0,15 procent, vilket är oförändrat jämfört med föregående år.

Sjunde AP-fonden har sin roll inom premiepensionssystemet. Förvalsalternativets (AP7 Såfa) genomsnittliga avkastning under 2015

uppgick till 6,3 procent, vilket kan jämföras med 6,7 procent i genomsnitt för de privata fonderna i premiepensionssystemet. Förvalsalternativets genomsnittliga avkastning sedan 2001 uppgår till 5,9 procent, vilket kan jämföras med 3,9 procent i genomsnitt för de privata fonderna i premiepensionssystemet.

Inom ramen för utvärderingen av verksamheten 2015 utfördes en fördjupad analys av AP-fondernas arbete med riskhantering, kontroll och regelefterlevnad (compliance). Denna analys visar att AP-fonderna har utvecklat arbetet inom detta område betydligt de senaste åren. Det är av stor vikt att AP-fonderna har en god riskhantering, kontroll och regelefterlevnad och att de fortsätter att utveckla detta.

Regeringen anser att hållbarhet är en viktig aspekt inom AP-fondernas verksamhet. För att uppnå långsiktigt hög avkastning och god riskhantering är det viktigt att hållbarhetsaspekter integreras i verksamheten. Det är även viktigt för allmänhetens förtroende för AP-fonderna och för pensionssystemet som helhet. På samma sätt som när det gäller förvaltningsstrategier har AP-fonderna valt olika strategier för att integrera hållbarhet i förvaltningsprocessen. För att ytterligare öka transparensen av buffertkapitalets klimatpåverkan är det viktigt att AP-fonderna fortsätter att utveckla gemensam standard för koldioxidavtryck även för andra tillgångsslag än aktier. Det är också viktigt att AP-fonderna fortsätter att utveckla hållbarhetsarbetet genom att påverka företag i portföljerna att agera hållbart. För att med legitimitet söka påverka, är det viktigt att AP-fonderna agerar föredömligt när det gäller det interna hållbarhetsarbetet.

# Innehållsförteckning

1	Inledning.....	6
2	AP-fonderna och det allmänna pensionssystemet.....	7
2.1	Inkomstpension .....	8
2.1.1	Första–Fjärde samt Sjätte AP-fondernas roll .....	8
2.2	Inkomstpensionssystemets finansiella ställning .....	11
2.3	Premiepension .....	13
2.3.1	Sjunde AP-fondens roll .....	13
2.3.2	Premiepensionssystemets finansiella ställning .....	13
3	Utvecklingen på finansmarknaderna.....	14
3.1	Aktiemarknaden sedan 2001 .....	15
3.2	Obligationsmarknaden sedan 2001.....	16
3.3	Avkastningen på aktie- och obligationsmarknaderna sedan 2001.....	17
4	AP-fondernas redovisade verksamhet.....	18
4.1	Första AP-fondens redovisade resultat.....	19
4.2	Andra AP-fondens redovisade resultat.....	21
4.3	Tredje AP-fondens redovisade resultat .....	24
4.4	Fjärde AP-fondens redovisade resultat.....	26
4.5	Sjätte AP-fondens redovisade resultat.....	29
4.6	Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas kostnader och personal .....	33
4.7	Sjunde AP-fondens redovisade resultat.....	36
5	Utvärdering av AP-fondernas förvaltningsresultat .....	40
5.1	Buffertfondernas bidrag till inkomstpensionssystemet .....	40
5.2	Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning.....	45
5.2.1	Strategisk förvaltning .....	45
5.2.2	Aktiv förvaltning .....	57
5.3	Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning .....	60
5.4	Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning .....	64
5.4.1	Strategisk förvaltning .....	64
5.4.2	Aktiv förvaltning .....	67
6	Utvärdering övriga förvaltningsfrågor .....	68
6.1	Riskhantering, kontroll och regelefterlevnad .....	68
6.2	Överträdelser av placeringsreglerna .....	75
6.3	Sammanfattning från revision .....	76
6.4	Hållbarhet och ägarstyrning .....	78
6.5	Samarbete mellan AP-fonderna.....	90

Bilaga 1	Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna.....	91	Skr. 2015/16:130
Bilaga 2	Placeringsbestämmelser för AP-fondernas verksamhet i sammandrag .....	100	
Bilaga 3	Utdrag ur årsredovisning för Första AP-fonden .....	103	
Bilaga 4	Utdrag ur årsredovisning för Andra AP-fonden .....	122	
Bilaga 5	Utdrag ur årsredovisning för Tredje AP-fonden.....	139	
Bilaga 6	Utdrag ur årsredovisning för Fjärde AP-fonden .....	155	
Bilaga 7	Utdrag ur årsredovisning för Sjätte AP-fonden .....	175	
Bilaga 8	Utdrag ur årsredovisning för Sjunde AP-fonden .....	190	
Bilaga 9	Underlag från McKinsey & Company.....	212	
	Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 19 maj 2016.....	305	

# 1 Inledning

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-fondernas roll i det allmänna pensionssystemet. I avsnitt 3 sammanfattas utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan 2001. Avsnitt 4 innehåller en sammanställning av AP-fondernas resultat och kostnader baserat på fondernas årsredovisningar. I avsnitt 5 redovisas regeringens utvärdering av AP-fondernas förvaltning. Inledningsvis i avsnittet analyseras buffertfondernas samlade bidrag till inkomstpensionssystemet. Därefter utvärderas fondernas strategiska och aktiva förvaltning. Avsnitt 6 behandlar övriga förvaltningsfrågor såsom riskhantering, kontroll och regelefterlevnad. Avsnittet innehåller även iakttagelser av överträdelser av placeringsreglerna, en sammanfattning av revisionen, arbete med hållbarhet och ägarstyrning samt samarbetet mellan AP-fonderna.

I *bilaga 1* återfinns regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna. I *bilaga 2* återfinns Första–Fjärde AP-fondernas placeringsregler i sammandrag. Utdrag ur AP-fondernas årsredovisningar återfinns i *bilagorna 3–8*. Årsredovisningarna finns i sin helhet på respektive fonds webbplats. Liksom till tidigare skrivelser har extern expertis anlåtats (företaget McKinsey & Company). Utöver en grundläggande granskning innehåller den externa rapporten denna gång en särskild studie av AP-fondernas arbete med regelefterlevnad och riskhantering (*bilaga 9*). Den årliga revisionen har utförts av revisorer från Ernst & Young.

## 2 AP-fonderna och det allmänna pensionssystemet

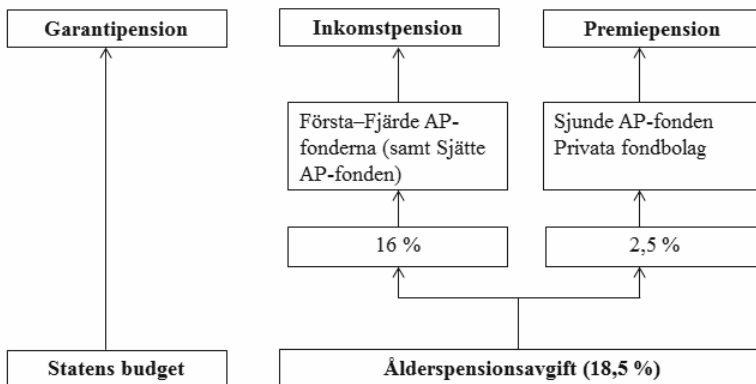
Skr. 2015/16:130

Denna skrivelse behandlar tillgångar och betalningsflöden inom det allmänna pensionssystemet. Det är inom detta system som AP-fonderna verkar. Utöver det allmänna pensionssystemet utgörs det svenska pensionssystemet av tjänstepension och privat pensionssparande. Tjänstepensionen bygger på överenskommelser mellan arbetsgivare och arbetstagare (ofta i form av kollektivavtal), medan privat pensionssparande är helt frivilligt.

Utförningen 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 borgliga partierna<sup>1</sup>. Reformen innebar att pensionssystemet gjordes självfinansierande (via avgifter) och att det infördes en automatik så att pensionerna anpassas till den ekonomiska tillväxten. Den avgiftsbaserade inkomst- och premiepensionen ersatte tidigare förmånsbestämda ATP och folkpension. För dem som tjänat in pension tidigare inrättades övergångsregler (s.k. tilläggs pension) och för den som haft låg eller ingen inkomst infördes garantipension. Garantipension är ett grundskydd som finansieras från 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 och Sjätte AP-fonderna. Sjunde AP-fonden har en särskild roll för premiepensionen, som även den utgör en del av det allmänna pensionssystemet (figur 2.1).

**Figur 2.1 Det allmänna pensionssystemet**



<sup>1</sup> Sedan den 26 december 2014 medverkar även Miljöpartiet i pensionsgruppens arbete.

## 2.1 Inkomstpension

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.<sup>2</sup> Förutom lön räknas ersättning från social- och arbetslöshetsförsäkringar som inkomster. Även sjuk- och aktivitetsersättning tillgodoräknas liksom år med små barn (barnår) och studier.<sup>3</sup> De individuella belopp som sätts av kallas pensionsrätt och bokas på ett personligt konto hos Pensionsmyndigheten. På så sätt tillgodoräknas intjänade pensionsrätter över hela livet för varje individ. Pensionsrätterna räknas årligen upp med en avkastning som beräknas med utgångspunkt från inkomstindex för Sverige. Inkomstindex speglar den genomsnittliga löneutvecklingen i Sverige och denna beror i sin tur på hur stor del av den arbetsföra befolkningen som arbetar samt löneutvecklingen i samhället. Uppräkningen av pensionen påverkas även av buffertkapitalets värdeutveckling och av demografiska faktorer genom det s.k. balanstalet (se avsnitt 2.1.2).

### 2.1.1 Första–Fjärde samt Sjätte AP-fondernas roll

#### *Buffertfonderna*

Buffertkapitalet förvaltas av Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna. De kan därför sägas vara buffertfonder. När det nuvarande pensionssystemet infördes 2001, fördelades drygt 130 miljarder kronor till vardera av Första–Fjärde AP-fonden. 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. 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, men utan att göra avkall på det övergripande målet om hög avkastning. Fonderna ska inte ha näringspolitiska eller ekonomisk-politiska mål. AP-fonderna ska, med förvaltrade medel, svara för kostnaderna för sin verksamhet, för revision och för uppföljning av fondförvaltningen. Regeringen utser styrelserna i fonderna och utvärderar förvaltningen årligen.

<sup>2</sup> Det finns en gräns på 7,5 inkomstbasbelopp per år för hur stor del av pensionsgrundande inkomster som tillgodoräknas.

<sup>3</sup> Fram till 2010 tillgodoräknades pensionsgrundade belopp även vid pliktjänst.

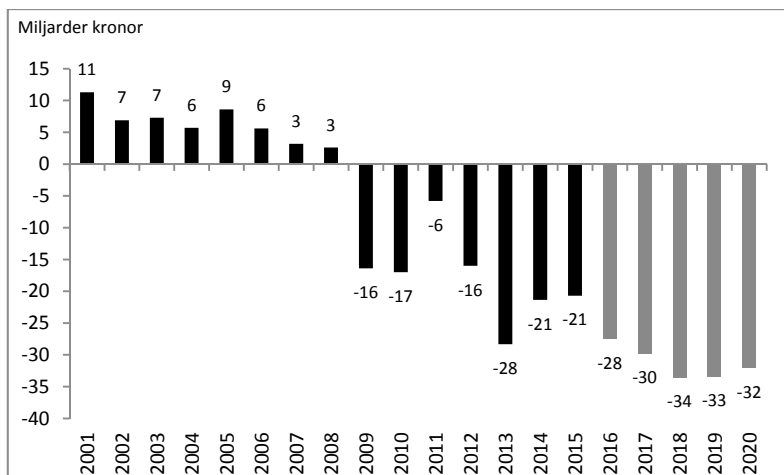


Sjätte AP-fonden är också en del av buffertfondssystemet men regleras i en egen lag, lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Fonden är sluten, vilket innebär att den inte har betalningsflöden gentemot pensionssystemet. Fondens uppdrag skiljer sig även från de andra buffertfonderna genom att medlen ska placeras på riskkapitalmarknaden, dvs. i onoterade bolag. 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 arbetat 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.

### *Rollen som buffert*

Pensionsutbetalningarna från inkomstpensionssystemet finansieras löpande av inbetalda pensionsavgifter från de yrkesaktiva. 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 2.2 framgår nettoflödet mellan pensionssystemet och AP-fonderna (Första–Fjärde AP-fonderna) efter administrationskostnader.

**Figur 2.2** Nettoflödet mellan pensionssystemet och AP-fonderna (mdkr)



Källa: Pensionsmyndigheten, februari 2016

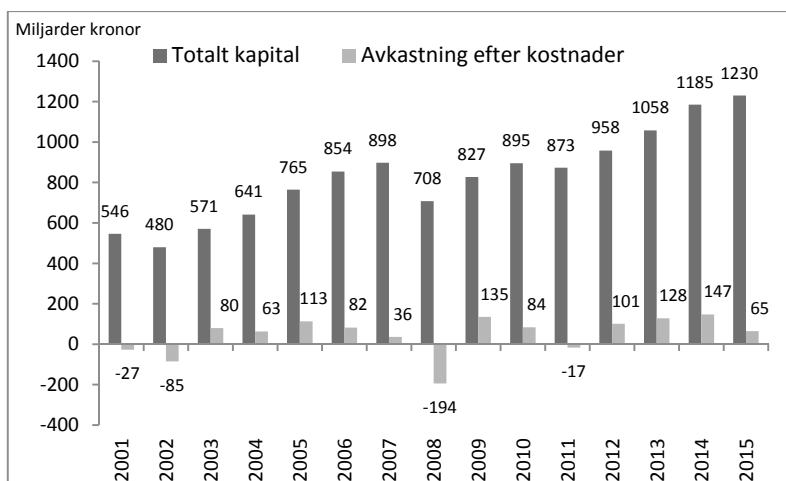
De första åtta åren med det nya pensionssystemet (2001–2008) var inbetalningarna till pensionssystemet större än utbetalningarna. Under perioden tillfördes AP-fonderna sammanlagt 51 miljarder kronor (netto). År 2009 vände betalningsströmmarna. Under åren 2009–2015 användes sammanlagt 126 miljarder kronor från AP-fonderna för att finansiera

pensionsutbetalningar. För hela perioden 2001–2015 uppgick således nettoutflödet från AP-fonderna till 74 miljarder kronor. Underskotten sedan 2009 beror på att den stora 40-talistgenerationen har börjat ta ut pension. Enligt Pensionsmyndighetens prognoser kommer Första–Fjärde AP-fonderna fortsätta att behöva bidra till finansieringen av inkomstpensionerna över överskådlig framtid. Åren 2016–2020 beräknas underskotten sammanlagt uppgå till 156 miljarder kronor. Inkomstpensionssystemet utgör i princip ett i lag fastställt avtal mellan generationer, eftersom systemet i huvudsak innebär att de yrkesverksamma finansierar nuvarande pensionsutbetalningar.

### *Rollen som långsiktig finansör*

Buffertfonderna har även en roll i att generera avkastning till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering och stabilitet. Om buffertfonderna har högre avkastning än den genomsnittliga inkomstutvecklingen i Sverige bidrar fonderna positivt till pensionssystemets långsiktiga finansiering. Framtida generationer kan då erhålla en bättre pension samtidigt som risken minskar för att den s.k. automatiska balanseringen i inkomstpensionssystemet aktiveras.

**Figur 2.3** Buffertfondernas kapital och avkastning efter kostnader



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

I figur 2.3 redovisas utvecklingen av kapitalet i buffertfonderna (Första–Fjärde AP-fonderna och Sjätte AP-fonden) samt den totala avkastningen efter kostnader sedan 2001. Vid 2015 års slut uppgick kapitalet i buffertfonderna till 1 230 miljarder kronor, vilket kan jämföras med 546 miljarder kronor vid slutet av 2001. Under perioden 2001–2015 har den totala avkastningen efter kostnader uppgått till 712 miljarder kronor. Detta motsvarar en genomsnittlig avkastning på 5,4 procent per år, vilket

## 2.2 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 löneutvecklingen 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 2015 års slut uppgick tillgångarna i inkomstpensionssystemet till 8 688 miljarder kronor, varav avgiftstillgången stod för 7 457 miljarder kronor och buffertfonderna för 1 230 miljarder kronor. Pensionsskulden uppgick vid samma tillfälle till 8 517 miljarder kronor. I tabell 2.1 redovisas inkomstpensionssystemets tillgångar och skulder.

**Tabell 2.1 Inkomstpensionssystemets tillgångar och skulder (mdkr)**

<b>Beräkningsår</b>	<b>2015<sup>1</sup></b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>
<b>Balanseringsår</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Buffertfonden, medelvärde <sup>1</sup>		1 067	963	908	865	810	811	821
Buffertfonden	1 230	1 185	1 058	958	873	895	827	707
Avgiftstillgång	7 457	7 380	7 123	6 915	6 828	6 575	6 362	6 477
<b>Summa tillgångar</b>	<b>8 688</b>	<b>8 565</b>	<b>8 180</b>	<b>7 873</b>	<b>7 700</b>	<b>7 469</b>	<b>7 189</b>	<b>7 184</b>
<b>Pensionsskuld</b>	<b>8 517</b>	<b>8 141</b>	<b>8 053</b>	<b>7 952</b>	<b>7 543</b>	<b>7 367</b>	<b>7 512</b>	<b>7 428</b>
Över-/underskott	171	423	127	-80	157	103	-323	-243
<b>Balanstal<sup>2</sup></b>	<b>1,0201</b>	<b>1,0375</b>	<b>1,0040</b>	<b>0,9837</b>	<b>1,0198</b>	<b>1,0024</b>	<b>0,9549</b>	<b>0,9826</b>
Dämpat balanstal	1,0067							

<sup>1</sup> Tillgångar och skulder beräknade enligt de nya beräkningsreglerna.

<sup>2</sup> Från 2008 till 2014 är balanstalet beräknat enligt andra beräkningsregler.

Källa: Pensionsmyndighetens årsredovisning för 2015, s 116.

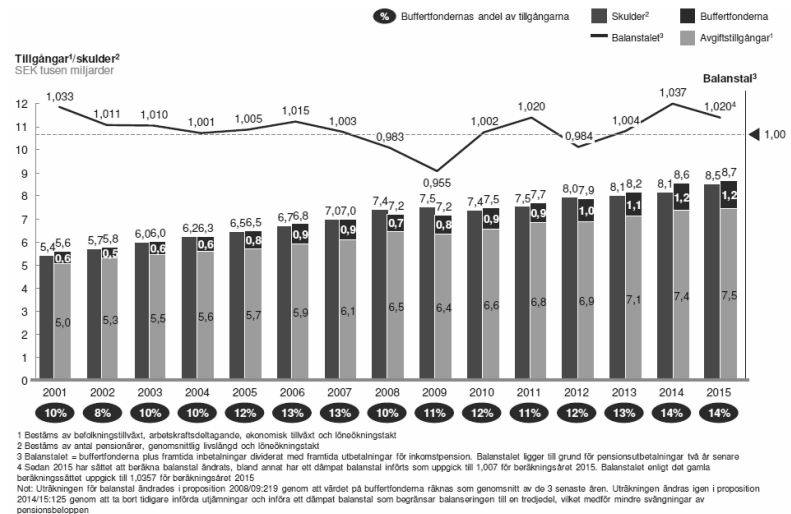
<sup>4</sup> Uppgifterna baseras på McKinseys underlag (se bilaga 9).

Från och med 2008 till och med 2014 beräknades buffertfondens värde i balanstalet som medelvärdet av fondens marknadsvärde vid slutet av de tre senaste åren. Balaanstalet för 2017, som baseras på 2015 års tillgångar och skulder, beräknas till 1,0201 och det dämpade balanstalet till 1,0067. Att balanstalet överstiger ett beror på att avgiftstillgången höjts och att de nya beräkningsreglerna för balanstalet inte tillämpar utjämningar längre. Därmed får buffertfonden och avgiftsinkomsten högre aktuella värden. Om de gamla beräkningsreglerna hade använts, hade balanstalet blivit 1,0357. Systemets balanstal för 2015 är sedan tidigare fastställt till 1,0375. 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.<sup>5</sup>

Inkomstpensionssystemets resultat (balanstalet) påverkas 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 2.4 illustreras utvecklingen av tillgångar och skulder i inkomstpensionssystemet. Längst ner i diagrammet framgår att buffertfondernas andel av tillgångarna i systemet har ökat från 10 procent vid 2001 års slut till 14 procent vid 2015 års slut.

**Figur 2.4 Utveckling av tillgångar och skulder i inkomstpensionssystemet**



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

<sup>5</sup> 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.

Premiepensionssystemet är fonderat. Inom systemet kan var och en själv välja hur 2,5 procent av den pensionsgrundande inkomsten ska placeras. Vid slutet av 2015 fanns det 830 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. Den försäkrades fondandelar säljs och Pensionsmyndigheten tar över investeringsansvaret och den finansiella risken. 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. Ökar fondandelarna i värde, säljs färre andelar och minskar fondandelarnas värde säljs fler andelar.

### 2.3.1 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 spararnas ålder. Det är även möjligt att välja någon av de fonder som Sjunde AP-fonden förvaltar.

Sjunde AP-fonden regleras, liksom Första–Fjärde AP-fonden, i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). Målet för fondens uppdrag är således att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risken i placeringarna. I avsnitt 4 beskrivs Sjunde AP-fondens verksamhet och resultat mer utförligt. I avsnitt 5 redovisas regeringens bedömning av verksamheten.

### 2.3.2 Premiepensionssystemets finansiella ställning

Vid 2015 års slut hade premiepensionssystemet 6,8 miljoner pensionssparare och pensionärer. Det totala marknadsvärdet på premiepensionskapitalet (fondförsäkringen) uppgick vid samma tidpunkt till 839 miljarder kronor. Under 2015 uppgick den sammanlagda värdeutvecklingen för fondförsäkringen till 49 miljarder kronor. Det motsvarar en genomsnittlig tidsviktad avkastning på 6,4 procent. Sedan starten år 2000 är den genomsnittliga årliga avkastningen 3,9 procent, mätt som tidsviktad avkastning.<sup>6</sup>

Sjunde AP-fonden är den enskilt största fondförvaltaren i premiepensionssystemet. Vid 2015 års slut förvaltade Sjunde AP-fonden

<sup>6</sup> 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.

283 miljarder kronor, varav Såfa utgjorde 272 miljarder kronor. Under 2015 hade den genomsnittlige Såfa-spararen en avkastning på 6,3 procent, vilket kan jämföras med att de privata premiepensionsfonderna i genomsnitt gav en avkastning på 6,7 procent. Risken (mätt som standardavvikelse under den senaste 24 månadersperioden) har för AP7 Såfa varit 15,9 procent jämfört med 10,4 procent för de privata premiepensionsfonderna. Den högre risken i AP7 Såfa förklaras till stor del av att andelen sparare över 55 år fortfarande är liten och att andelen AP7 Räntefond därmed är begränsad. I takt med att spararna i premiepensionssystemet blir äldre förväntas andelen AP7 Räntefond att öka.

**Tabell 2.2 Fördelningen av premiepensionssystemets tillgångar**

Fondkategori	2015		2014		2013	
	mdkr	andel	mdkr	andel	mdkr	andel
Aktiefonder	346,7	41,3	295,0	38,9	240,3	39,9
Blandfonder	66,9	8,0	77,3	10,2	62,7	10,4
Generationsfonder	127,9	15,3	114,1	15,0	90,3	15,0
Räntefonder	24,9	3,0	26,9	3,5	27,0	4,5
AP7 Såfa	272,4	32,5	245,7	32,4	181,6	30,2
<b>Totalt</b>	<b>838,7</b>	<b>100,0</b>	<b>759,0</b>	<b>100,0</b>	<b>601,9</b>	<b>100,0</b>

Källa: Pensionsmyndighetens årsredovisning för 2015, s 173.

En utförlig beskrivning av det allmänna pensionssystemet finns i Pensionsmyndighetens årsredovisning 2015.

### 3 Utvecklingen på finansmarknaderna

Utvecklingen på de finansiella marknaderna har stor betydelse för resultatutveckling och risk i AP-fonderna. Ungefär hälften av Första-Fjärde AP-fondernas kapital utgörs av aktier och drygt en tredjedel av obligationer, vilket innebär att finansmarknadernas utveckling i hög grad är bestämmande för det resultat som fonderna uppnår. Detsamma gäller Sjunde AP-fonden som har en hög exponering mot aktier. Sjätte AP-fonden, vars investeringsinriktning är noterade tillgångar, påverkas i mindre utsträckning av de omedelbara svängningarna på marknaden, men är beroende av fördelaktiga förhållanden på finansmarknaden för en god långsiktig resultatutveckling i sina innehav.

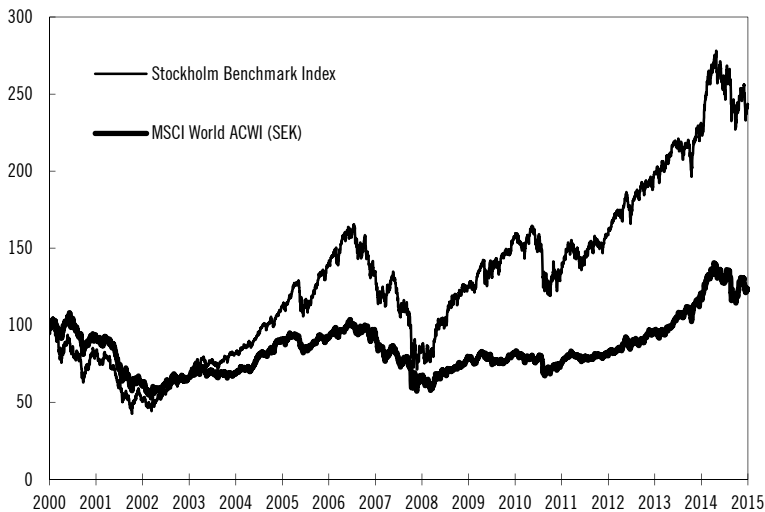
I regel har buffertfondernas resultat en relativt liten påverkan på utfallet inom inkomstpensionssystemet, eftersom fonderna utgör en mindre del av tillgångsmassan (se avsnitt 2). Vid tillräckligt stora variationer i tillgångspriser kan dock fondernas resultat påverka om den automatiska balanseringen aktiveras eller inte.

Det nuvarande allmänna pensionssystemet trädde i kraft under 2000 och nya placeringsregler började gälla för buffertfonderna fr.o.m. 2001. Pensionssystemet sjuötsattes därmed i en period som inledningsvis kom att präglas av djup ekonomisk nedgång och fallande priser på aktiemarknaden till följd av en sprucken it-bubbla vid millennieskiftet 1999/2000 (se figur 3.1 nedan).

Under 2003 började dock aktiemarknaderna återigen stiga och i mitten av 2007 nådde Stockholmsbörsen sin dittills högsta notering. År 2008 briserade den amerikanska finans- och bolånekrisen, vilket resulterade i en ny och än större nedgång på aktiemarknaden. Våren 2009 började aktiemarknaderna återhämta sig, bara för att sommaren 2011 åter börja falla, den här gången främst till följd av den europeiska statsskuldskrisen och osäkerhet om dess konsekvenser för den globala tillväxten. År 2011 och halva 2012 fortsatte att präglas av ekonomisk osäkerhet och stora prisrörelser på finansmarknaderna. Aktiemarknaderna började stabiliseras först hösten 2012 efter att den Europeiska Centralbanken (ECB) deklarerat att centralbanken tänkte genomföra vilka åtgärder som än krävdes för att hålla eurozonen intakt.

**Figur 3.1 Utvecklingen i svenskt och globalt aktieindex 2001–2015**

Avser totalavkastningen. Bas 2000-12-31 = 100



Källa: Bloomberg

Sedan 2013 har aktiemarknaderna stigit kraftigt även om svängningarna stundtals har varit påtagliga. Börsåret 2015 avviker från de senaste årens trendmässiga prisökning och året har präglats av högre volatilitet, till följd av ökad oro för lägre tillväxttakt i den globala ekonomin. Främst är det Kina och USA som överraskat marknaderna med svagare tillväxt än förväntat. När det gäller den kinesiska tillväxten oroar sig investerarna för att tillväxttaktan i landet hållits uppe med hjälp av en alltför snabb

kreditillväxt samt för att omställningen från en exportberoende ekonomi till en ekonomi som i högre grad drivs av inhemsk konsumtion kommer att ta längre tid än vad som förväntats tidigare. De kinesiska myndigheternas översyn av kreditillväxten och landets skuldnivåer har medfört att nya begränsningar införts, vilket innebär att tillväxttakten går ned. Kina har under en längre period varit den absolut största köparen av råvaror för infrastrukturinvesteringar. Råvaru- och transportsektorn har anpassat produktionskapaciteten för en högre nivå av global efterfrågan och när Kina drar ned på investeringstakten blir det kännbart för båda sektorerna. Samtidigt har produktionskapaciteten för petroleumbaserade produkter ökat markant på grund av teknisk utveckling som möjliggjort utvinning av olja och gas från områden i USA som under en längre period inte varit lönsamma att utvinna från. Det har inneburit att utbudet av petroleumbaserade produkter har ökat markant samtidigt som efterfrågan gått ned. Många oljeproducerande länder är direkt beroende av höga oljepriser för statens finansiering. I stället för att dra ned på produktionstakten har många länder försökt kompensera svaga finanser genom att producera mer, vilket sänkt oljepriset ytterligare. Energi-sektorn befinner sig nu i en allvarlig situation där flera relativt stora företag sannolikt riskerar att få ekonomiska svårigheter. Trots volatiliteten under 2015, steg SBX (Swedish Benchmark Index, se nedan) med drygt sex procent under året.

### 3.2 Obligationsmarknaden sedan 2001

På obligationsmarknaderna internationellt och i Sverige har räntorna trendmässigt fallit under 2000-talet. Allt högre obligationspriser (och därmed avkastning) har drivit ned obligationsräntorna. Detta illustreras bl.a. av att svenska nominella och reala obligationer haft en ovanligt hög genomsnittlig årsavkastning i ett längre tidsperspektiv (se tabell 3.1).

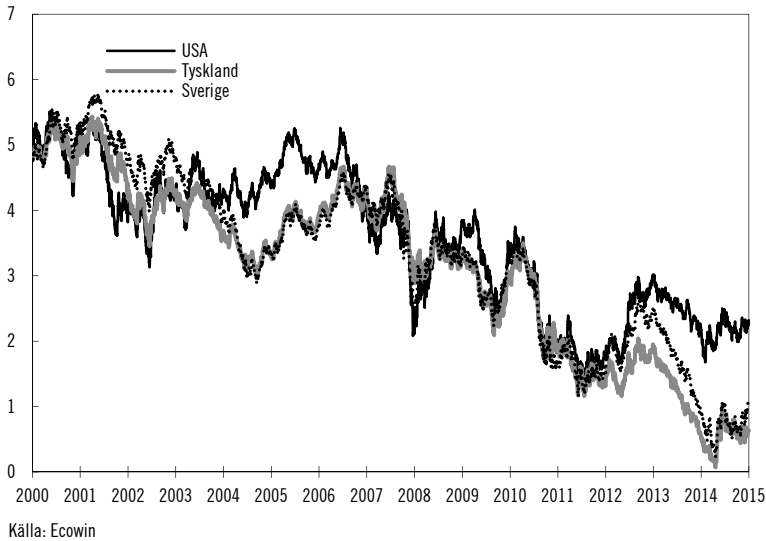
Under 2013 började obligationsräntorna på längre löptider åter stiga – främst med anledning av ljusare konjunkturutsikter i den amerikanska ekonomin och den amerikanska centralbankens (Federal Reserves) beslut att successivt trappa ned stödköpen av obligationer. Efter 2014 har ränteskillnaderna mellan amerikanska och europeiska statspapper ökat dels på grund av högre risk för deflation i Europa, dels på grund av att den amerikanska ekonomin förväntats återhämta sig snabbare, vilket därmed även förväntats leda till en snabbare återstramning av penningpolitiken i USA jämfört med Europa.

I december 2015 höjde Federal Reserve den amerikanska styrräntan för första gången sedan finanskrisen. Marknadsreaktionerna har dock hittills varit negativa och den amerikanska 10-årsräntan har fallit med ytterligare 50 baspunkter sedan dess, vilket tyder på att investerarna är fortsatt oroad över tillväxttakten i den amerikanska ekonomin. Den svenska räntan har i hög grad följt den tyska räntan under de senaste åren. De svenska räntenivåerna har dock noterats lite högre i genomsnitt över perioden. Under hösten 2015 ökade ränteskillnaderna mellan Sverige och Tyskland åter. Deflationsriskerna i Europa och Sverige har lett till extremt expansiv penningpolitik och både ECB och Riksbanken har



flyttat sina styrräntenivåer till negativt territorium. För 2015 blev totalavkastningen i nominellt obligationsindex cirka -0,2 procent (tabell 3.1). Skr. 2015/16:130

**Figur 3.2 Tioårig obligationsränta, USA, Tyskland och Sverige**



### 3.3 Avkastningen på aktie- och obligationsmarknaderna sedan 2001

Tabell 3.1 visar totalavkastningen för några av de tillgångsslag som AP-fonderna (exklusive Sjätte AP-fonden) placerar i sedan 2001. Svenska aktier har för perioden 2001–2015 haft den bästa totalavkastningen (7,5 procent) följt av svenska nominella och reala obligationer (5,0 – 5,3 procent). Utländska aktier har däremot endast avkastat i genomsnitt 3,0 procent per år (mätt i USD). Eftersom den amerikanska dollarn har försvagats mot den svenska kronan sedan 2001, har dock avkastningen på utländska aktier – mätt i svenska kronor – varit ännu lägre. Avkastningen på den globala aktiemarknaden kan därmed i ett svenskt och ett historiskt perspektiv karaktäriseras som svag. Till skillnad från detta framstår avkastningen på den svenska obligationsmarknaden i ett längre perspektiv som stark.

**Tabell 3.1 Totalavkastning i olika tillgångslag**

	2015	2006–2015	2001–2015
Svenska aktier (SBX)	6,1	8,1	7,5
Utländska aktier (MSCI World ACWI i USD)	-4,3	2,6	3,0
Utländska aktier (MSCI World ACWI i SEK)	3,8	3,2	1,3
Obligationsindex (OMRX)	-0,2	4,2	5,0
Reala obligationer (RXRE)	1,8	3,7	5,3
Risikfri ränta	-0,3	1,5	1,9

Not. Riskfri ränta är ett vägt genomsnitt av statsskuldsväxlar med 3 och 6 månaders löptid. OMRX-index speglar avkastningen på en passiv portfölj av likvida svenska räntepapper. Källa: Bloomberg, Riksbanken.

Vid betraktandet av tioårsperioden 2006–2015 förbättrades totalavkastningen på aktier markant jämfört med obligationer, vilket främst speglar att den kraftiga börsnedgången 2000–2002 ligger utanför den studerade tidsperioden. Avkastningen på utländska aktier noteras i nivå med obligationer – som fortsatt uppvisar en hög avkastning i ett historiskt perspektiv. Den riskfria räntan, i det här fallet beräknad med ett genomsnitt av svenska statsskuldsväxlar, avkastar knappt hälften av vad svenska nominella och reala obligationer gör.

Under 2015 noterades en totalavkastning på omkring 6 procent på den svenska aktiemarknaden, medan den globala aktiemarknadens totalavkastning var negativ och uppgick till cirka -4,3 procent. Nominella och reala obligationer uppvisade en avkastning på -0,2 respektive 1,8 procent. Den riskfria räntan har under 2015 i genomsnitt varit negativ.

## 4 AP-fondernas redovisade verksamhet

Det förvaltade kapitalet i buffertfonderna (Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna) uppgick till 1 230 miljarder kronor vid 2015 års slut. Det sammanlagda resultatet under 2015 uppgick till 65 miljarder kronor efter kostnader. Detta motsvarar en avkastning på 5,5 procent, vilket är i nivå med den genomsnittliga avkastningen sedan 2001. Under året utbetalades 4,9 miljarder kronor per buffertfond (Första–Fjärde AP-fonderna) till inkomstpensionssystemet. De totala förvaltningskostnaderna för buffertfonderna (Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna) uppgick till 1 840 miljoner kronor under 2015, vilket var 147 miljoner kronor mer än föregående år. Som andel av det totala buffertkapitalet uppgick de totala förvaltningskostnaderna till 0,15 procent, vilket är oförändrat jämfört med föregående år. Sjunde AP-fondens förvaltade kapital uppgick till 283 miljarder kronor vid 2015 års slut. Under 2015 var avkastningen i statens förvalsalternativ (Såfa) 6,3 procent, jämfört med 6,7 procent för premiepensionsindex.

**Tabell 4.1 AP-fondernas utgående fondkapital och resultat 2015 samt avkastningsmål (efter kostnader, mdkr och procent)**

Skr. 2015/16:130

	Utgående fondkapital	Resultat 2015 mdkr och %	Avkastningskrav under 2015
Första AP-fonden	290	11,3 4,0	Real avkastning på 4,0 % över rullande tioårsperioder
Andra AP-fonden	301	11,7 4,0	Real långsiktig avkastning på 4,5 % per år
Tredje AP-fonden	303	19,6 6,8	Real långsiktig avkastning på 4,0 % per år
Fjärde AP-fonden	310	20,1 6,8	Real långsiktig avkastning på 4,5 % per år
Sjätte AP-fonden	26	2,9 12,2	Nominell avkastning SIX Nordic 200 Cap GI + 2,5 % över fem år
<b>Summa</b>	<b>1230</b>	<b>65,6</b>	
Sjunde AP-fonden	283	6,3	Förvalsalternativet (Såfa) avkastning minst lika bra som genomsnittet av privata fonder i premiepensionssystemet

## 4.1 Första AP-fondens redovisade resultat

### *Fondkapital och resultat*

Första AP-fondens resultat uppgick till 11,3 miljarder kronor 2015, vilket motsvarar en avkastning på 4,0 procent efter kostnader (14,6 procent året innan). Under året överfördes 4,9 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Sammantaget ökade fondkapitalet med 6,4 miljarder kronor till 290,2 miljarder kronor (tabell 4.2).

**Tabell 4.2 Första AP-fondens fondkapital (mnkr)**

	2015	2014
Ingående fondkapital	283 811	252 507
Årets resultat	11 340	36 424
Överföringar	-4 944	-5 120
<b>Utgående fondkapital</b>	<b>290 207</b>	<b>283 811</b>

Not. Överföringar innehåller nettobetalingar till pensionssystemet.

### *Styrelsens avkastningsmål*

Från och med 2015 har styrelsen för Första AP-fonden ändrat avkastningsmålet till en real avkastning på 4,5 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. Det innebär att fr.o.m. 2015 avser avkastningsmålet real avkastning för samtliga buffertfonder (Första–Fjärde AP-fonderna).

Investeringsfilosofin i Första AP-fondens förvaltningsmodell bygger på en väldiversifierad portfölj, långsiktig och kostnadseffektiv förvaltning, utnyttjande av stundtals ineffektiva marknader, samt riskpremier, och även hållbart värdeskapande. Varje investering som fonden gör ska kunna hänföras till minst en av dessa övertygelser. Från och med den 1 januari 2015 använder Första AP-fonden en uppdaterad förvaltningsmodell bestående av en övergripande tillgångsfördelning. Denna beslutas årligen av styrelsen. Fonden verkställer beslutet genom (i) en strategisk tillgångsfördelning (omkring 10 års investeringshorisont) och en (ii) dynamisk allokering och operativ förvaltning (0–5 års investeringshorisont). Under 2016 avser fonden att fortsätta utveckla denna modell.

### *Portföljen*

Första AP-fondens portfölj bestod vid 2015 års slut av 38,4 procent aktier, 32,5 procent räntebärande tillgångar och 29,1 procent alternativa tillgångar. Jämfört med föregående årsskifte har andelen aktier minskat med 7,8 procentenheter, medan andelen räntor och alternativa tillgångar ökat med 3,4 respektive 4,4 procentenheter (tabell 4.3).

**Tabell 4.3 Första AP-fondens portfölj**

	2015		2014	
	mdkr	procent	mdkr	procent
Svenska aktier	35,2	12,1	32,4	11,4
Utländska aktier (exkl. tillväxtmarknader)	53,9	18,6	70,2	24,7
Aktier i tillväxtmarknader	22,4	7,7	28,7	10,1
Räntor	94,2	32,5	82,4	29,0
Alternativa tillgångar	84,4	29,1	70,2	24,7
Övrigt (TAA etc.)	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Totalt</b>	<b>290,3</b>	<b>100,0</b>	<b>283,9</b>	<b>100,0</b>

Vid slutet av 2015 förvaltades 69,0 procent av kapitalet i Första AP-fonden internt, vilket är en ökning med 3,6 procentenheter jämfört föregående årsskifte.

### *Avkastning*

Under 2015 avkastade Första AP-fondens portfölj 4,1 procent före kostnader och 4,0 procent efter kostnader. I tabell 4.4 redovisas avkastningen (före kostnader) per tillgångskategori under 2015 och 2014 samt respektive tillgångskategori bidrag till fondens totala avkastning under 2015.

**Tabell 4.4 Första AP-fondens redovisade avkastning**

Skr. 2015/16:130

	2015 procent	2014 procent	Bidrag till totalavkastningen 2015 (procentenheter)
<b>Aktier</b>	<b>-0,1</b>	<b>11,2</b>	<b>-0,2</b>
Sverige	7,3	13,2	0,9
Utvecklade länder	-3,5	10,4	-0,4
Utvecklingsländer	-7,7	21,1	-0,7
Räntebärande värdepapper	-0,4	3,8	-0,2
Fastigheter	23,6	11,5	2,2
Infrastruktur	5,9		0,0
Hedgefonder	-5,7	11,3	-0,3
Risikkapitalfonder	13,3	20,1	0,6
High Yield	-4,7		-0,1
Alternativa strategier	-9,1		-0,5
Systematiska strategier	6,6		0,4
Särskilda investeringar	-7,4		-0,1
Allokering, kassa, valuta	2,0	5,6	2,2
Övriga tillgångar och nya investeringar		8,0	
<b>Totalt</b>	<b>4,1</b>	<b>14,8</b>	<b>4,1</b>

Första AP-fondens verkställande direktör beslutar om förvaltningsinriktning och tillgångsallokering i form av en strategisk tillgångsfördelning. Av årsredovisningen framgår att 2015 års resultat för dessa verksamheter, jämfört med den övergripande tillgångsfördelningen, uppgick till 1,2 procent. Störst bidrag till fondens totalavkastning under 2015 gav fastigheter och valutapositioner. Avkastningen för fastighetsportföljen var 23,6 procent, motsvarande 6,4 miljarder kronor. Dess bidrag till totalavkastningen var 2,2 procentenheter. Avkastningen på fondens valutapositioner uppgick till 2,0 procent, motsvarande 6,2 miljarder kronor. Valuta behandlas som en separat tillgång som hanteras enligt speciella valutastrategier. Merparten av fondens utländska tillgångar skyddas mot kursförändringar med hjälp av valutasäkring.

I McKinseys utvärdering (*bilaga 9*) framgår att fondens årliga avkastning efter kostnader var 7,7 procent under den senaste femårsperioden (2011–2015), 5,5 procent under tioårsperioden (2006–2015) och 5,5 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.

## 4.2 Andra AP-fondens redovisade resultat

### *Fondkapital och resultat*

Andra AP-fondens resultat uppgick till 11,7 miljarder kronor 2015, vilket motsvarar en avkastning på 4,0 procent efter kostnader (13,1 procent året

innan). Under året överfördes 4,9 miljarder kronor till inkomst-pensionssystemet. Sammantaget ökade fondkapitalet med 6,7 miljarder kronor till 300,6 miljarder kronor (tabell 4.4).

**Tabell 4.5 Andra AP-fondens fondkapital (mnkr)**

	2015	2014
Ingående fondkapital	293 907	264 712
Årets resultat	11 661	34 315
Överföringar	-4 944	-5 120
<b>Utgående fondkapital</b>	<b>300 624</b>	<b>293 907</b>

Not. Överföringar innehåller nettobetalingar till pensionssystemet.

#### *Styrelsens avkastningsantagande*

Under 2015 var styrelsens avkastningsantagande att fonden i genomsnitt ska uppnå en real avkastning på minst 4,5 procent på lång sikt (minst 10 år), varav 4,0 procent från den strategiska portföljen och 0,5 procent från aktiv avkastning. 2014 var den långsiktiga målsättningen 5,0 procent reallt per år. Ändringen fr.o.m. 2015 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.

#### *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 kompletterar de mer traditionella breda kapitalvägda indexen med mer specialiserade index.

#### *Portföljen*

Andra AP-fondens portfölj bestod vid 2015 års slut av 43,7 procent aktier, 30,3 procent räntebärande tillgångar, 24,4 procent alternativa tillgångar och 1,6 procent övrigt. Jämfört med föregående årsskifte har andelen aktier och räntor minskat med 4,7 respektive 2,8 procentenheter, medan andelen alternativa tillgångar och övrigt ökat med 5,1 respektive 2,3 procentenheter (tabell 4.6).

**Tabell 4.6 Andra AP-fondens portfölj**

Skr. 2015/16:130

	2015		2014	
	mdkr	procent	mdkr	procent
Svenska aktier	29,1	9,7	30,3	10,3
Utländska aktier (exkl. tillväxtmarknader)	71,3	23,7	81,5	27,7
Aktier i tillväxtmarknader	31,1	10,3	30,6	10,4
Räntor	91,0	30,3	97,0	33,0
Alternativa tillgångar	73,5	24,4	70,2	24,7
Övrigt (TAA etc.)	4,7	1,6	-2,2	-0,7
<b>Totalt</b>	<b>300,7</b>	<b>100,0</b>	<b>294,0</b>	<b>100,0</b>

Vid slutet av 2015 förvaltades 83 procent av fondkapitalet internt, vilket är en ökning med 11 procentenheter jämfört med föregående årsskifte.

#### *Avkastning*

Under 2015 avkastade Andra AP-fondens portfölj 4,1 procent före kostnader och 4,0 procent efter kostnader. I tabell 4.7 redovisas avkastningen (före kostnader) per tillgångskategori under 2015 och 2014 samt respektive tillgångskategori bidrag till fondens totala avkastning under 2015.

**Tabell 4.7 Andra AP-fondens redovisade avkastning**

	2015 procent	2014 Procent	Bidrag till totalavkastningen 2015 (procentenheter)
Svenska aktier	15,2	16,8	1,5
Utvecklade marknader aktier	9,4	29,2	2,8
Tillväxtmarknader aktier	-9,1	20,8	-1,0
Svenska räntor	0,7	6,2	0,1
Utländska statsobligationer	2,1	22,6	0,1
Utländska krediter	3,2	25,8	0,3
Tillväxtmarknader räntor	-7,2	16,7	-0,5
Absolutavkastande			0,2
Overlay			-0,2
Valutasäkring			-1,3
Alternativa investeringar	9,4	12,1	2,1
<b>Totalt</b>	<b>4,1</b>	<b>13,3</b>	<b>4,1</b>

Under 2015 hade svenska aktier högst avkastning med 15,2 procent. Avkastningen för utländska aktier på utvecklade marknader var 9,4 procent i kronor exklusive valutasäkringseffekter. Avkastningen för aktier på tillväxtmarknader var negativ, -9,1 procent i svenska kronor, till följd av en svag aktie- och valutautveckling. Alternativa investeringar, dvs. fastigheter, riskkapitalfonder, alternativa krediter, alternativa riskpremier och kinesiska A aktier avkastade 9,4 procent (inklusive valutasäkring). Störst bidrag till portföljens totalavkastning under 2015 hade aktier på utländska utvecklade marknader. Bidraget på 2,8 procent-

enheter beror på att dess andel av den totala portföljen utgör 24 procent. Svenska aktier, vars andel utgjorde 10 procent av portföljen, bidrog till 1,5 procentenheter av totalavkastningen.

I McKinseys utvärdering (*bilaga 9*) framgår att fondens årliga avkastning efter kostnader var 8,0 procent under den senaste femårsperioden (2011–2015), 5,8 procent under tioårsperioden (2006–2015) och 5,8 procent under perioden 2001–2015. Detta innebär att Andra AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsmål sedan fondens start samt under den senaste femårsperioden, men inte under den senaste tioårsperioden. Fondens avkastning efter kostnader har även varit högre än inkomstindex under samtliga nämnda perioder.

### 4.3 Tredje AP-fondens redovisade resultat

#### *Fondkapital och resultat*

Tredje AP-fondens resultat uppgick till 19,6 miljarder kronor 2015, vilket motsvarar en avkastning på 6,8 procent efter kostnader (13,7 procent året innan). Under året överfördes 4,9 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Sammantaget ökade fondkapitalet med 14,7 miljarder kronor till 303,0 miljarder kronor (tabell 4.8).

**Tabell 4.8 Tredje AP-fondens fondkapital (mnkr)**

	2015	2014
Ingående fondkapital	288 332	258 475
Årets resultat	19 643	34 977
Överföringar	-4 944	-5 120
<b>Utgående fondkapital</b>	<b>303 031</b>	<b>288 332</b>

Not. Överföringar innehåller nettobetalingar till pensionssystemet.

#### *Styrelsens avkastningsmål*

Tredje AP-fonden har ett operationellt mål för fondens avkastning på 4,0 procents realt per år. Styrelsen menar att om målet uppnås ger det en god balans mellan stabilitet i pensionssystemet på lång sikt och risken för värdefall i fondförmögenheten på kort sikt. Målet är uttryckt i reala termer, eftersom pensionärernas köpkraft värnas.

#### *Investeringsprocess och strategi*

Tredje AP-fondens nuvarande förvaltningsmodell introducerades 2010 och 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, krediter, etc.



En av grundtankarna bakom Tredje AP-fondens förvaltningsmodell är att göra allokeringen mer dynamisk och flexibel. Styrelsen fattar exponeringsintervall för olika riskklasser. Därefter har verkställande direktören 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 bestod vid 2015 års slut av 43,5 procent aktier, 33,2 procent räntebärande tillgångar, 23,2 procent alternativa tillgångar och 0,1 procent övrigt. Jämfört med föregående årsskifte har andelen räntor och aktier och minskat med 3,8 respektive 1,4 procentenheter medan andelen alternativa tillgångar ökat med 4,9 procentenheter (tabell 4.9).

**Tabell 4.9 Tredje AP-fondens portfölj**

	2015		2014	
	Mdkr	procent	mdkr	procent
Svenska aktier	33,9	11,2	31,3	10,9
Utländska aktier (exkl. tillväxtmarknader)	86,8	28,6	86,7	30,1
Aktier i tillväxtmarknader	11,0	3,6	10,3	3,6
Räntor	100,7	33,2	106,7	37,0
Alternativa tillgångar	70,3	23,2	52,6	18,3
Övrigt (TAA etc.)	0,3	0,1	0,7	0,2
<b>Totalt</b>	<b>302,9</b>	<b>100,0</b>	<b>288,4</b>	<b>100,0</b>

Vid slutet av 2015 förvaltades 69,0 procent av fondkapitalet internt, vilket är en ökning med 2,2 procentenheter jämfört med föregående årsskifte.

### *Avkastning*

Under 2015 avkastade Tredje AP-fondens portfölj 6,9 procent före kostnader och 6,8 procent efter kostnader. I tabell 4.10 redovisas avkastningen (före kostnader) per riskklass under 2015 och 2014 samt respektive riskklass bidrag till fondens totala avkastning under 2015.

**Tabell 4.10 Tredje AP-fondens redovisade avkastning**

	2015 procent	2014 procent	Bidrag till totalavkastningen 2015 (procentenheter)
Aktier	3,4	9,9	1,9
Räntor	0,8	10,0	0,2
Krediter	1,0	5,1	0,0
Inflation	14,7	8,9	2,6
Valuta	-	-	2,1
Absolutavkastande strategier <sup>1</sup>	-	-	0,0
<b>Totalt</b>	<b>6,9</b>	<b>13,8</b>	<b>6,9</b>

<sup>1</sup>Absolutavkastande strategier utgörs av riskmandat till vilka inget kapital allokeras. Därför kan inte en rättvisande avkastningsberäkning göras.

Som framgår av tabellen visade samtliga riskklasser en positiv avkastning under 2015. De riskklasser som bidrog mest till totalavkastningen var Inflation, Valuta och Aktier. Under 2015 skapade fondens aktiva förvaltningsstrategier, strategiska och taktiska beslut ett mervärde på 4,4 procentenheter i förhållande till den långsiktiga strategiska portföljen.

Riskklassen Inflation visade en avkastning på 14,7 procent, vilket resulterade i ett bidrag på 2,6 procentenheter till totalavkastningen. Riskklassen inkluderar investeringar i skog, fastigheter och realobligationer. Riskklassen Valuta bidrog till 2,1 procentenheter av totalavkastningen. Riskklassen utgörs av fondens exponering för förändringar i valutakurser mot svenska kronor. Exponeringen 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. Riskklass Aktier visade en avkastning på 3,4 procent, vilket motsvarande ett bidrag till totalavkastningen med 1,9 procentenheter. Riskklassen består både av investeringar i noterade och onoterade aktier. Under 2015 har andelen aktier som högst varit 51 och som lägst 45 procent av fondkapitalet.

I McKinseys utvärdering (*bilaga 9*) framgår att fondens årliga avkastning efter kostnader var 8,4 procent under den senaste femårsperioden (2011–2015), 5,8 procent under tioårsperioden (2006–2015) och 5,8 procent under perioden 2001–2015. 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.

#### 4.4 Fjärde AP-fondens redovisade resultat

##### *Fondkapital och resultat*

Fjärde AP-fondens resultat uppgick till 20,1 miljarder kronor 2015, vilket motsvarar en avkastning på 6,8 procent efter kostnader (15,7 procent året innan). Under året överfördes 4,9 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Sammantaget ökade fondkapitalet med 15,2 miljarder kronor till 310,0 miljarder kronor (tabell 4.11).

**Tabell 4.11 Fjärde AP-fondens fondkapital (mnkr)**

Skr. 2015/16:130

	2015	2014
Ingående fondkapital	294 854	259 748
Årets resultat	20 105	40 226
Överföringar	-4 944	-5 120
<b>Utgående fondkapital</b>	<b>310 015</b>	<b>294 854</b>

Not. Överföringar innehåller nettobetalingar till pensionssystemet.

### *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.

### *Investeringsprocess och strategi*

Under 2012 införde Fjärde AP-fonden en ny förvaltningsmodell, vilken implementerades fullt ut 2013. Den nya förvaltningsmodellen syftar till att tillvarata affärsmöjligheter med längre placeringshorisonter än tre år. Det nya inslaget i portföljen är en breddad och utökad strategisk förvaltning. Fjärde AP-fondens förvaltningsmodell utgår från fyra hörnstenar: långsiktighet, hållbarhet, individ före modell och affärsmässighet.

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-analys 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 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 verkställande direktören avseende strategiska positioner och investeringar med ett tydligt riskmandat (medelfristig horisont på 3–15 år) på fem procentenheters avvikelser från normalportföljen (tracking error) och med ett mål för den strategiska aktiva avkastningen om 0,75 procentenheter över index över en femårsperiod.

### *Portföljen*

Fjärde AP-fondens portfölj bestod vid 2015 års slut av 56,4 procent aktier, 33,5 procent räntebärande tillgångar, 9,3 procent alternativa tillgångar och 0,9 procent övrigt. Jämfört med föregående årsskifte har andelen aktier och räntor minskat med 3,4 respektive 0,5 procentenheter,

medan andelen övriga tillgångar och alternativa tillgångar ökat med 2,8 respektive 1,1 procentenheter (tabell 4.12).

**Tabell 4.12 Fjärde AP-fondens portfölj**

	2015		2014	
	Mdkr	procent	mdkr	procent
Svenska aktier	57,2	18,5	55,0	18,7
Utländska aktier (exkl. tillväxtmarknader)	106,3	34,3	108,8	36,9
Aktier i tillväxtmarknader	11,3	3,6	12,4	4,2
Räntor	103,8	33,5	100,2	34,0
Alternativa tillgångar	28,7	9,3	24,2	8,2
Övrigt (TAA etc.)	2,7	0,9	-5,6	-1,9
<b>Totalt</b>	<b>310,1</b>	<b>100,0</b>	<b>295,0</b>	<b>100,0</b>

Vid utgången av 2015 förvaltades 71 procent av fondkapitalet internt, vilket är en ökning med 1,9 procentenheter jämfört med föregående årsskifte.

*Avkastning*

Under 2015 avkastade Fjärde AP-fondens portfölj 6,9 procent före kostnader och 6,8 procent efter kostnader. I tabell 4.13 redovisas avkastningen (före kostnader) per tillgångskategori under 2015 och 2014 samt respektive tillgångskategori bidrag till fondens totala avkastning under 2015.

**Tabell 4.13 Fjärde AP-fondens redovisade avkastning**

	2015 procent	2014 procent	Bidrag till totalavkastningen 2015 (procentenheter)
Aktier totalt	5,5	11,9	3,3
Globala aktier	1,7	10,0	0,8
Strategiskt förvaltad	-1,4	5,0	-0,2
Taktiskt förvaltad	2,7	10,9	1,0
Svenska aktier	14,1	18,7	2,5
Strategiskt förvaltad	21,2	18,1	1,7
Taktiskt förvaltad	5,8	14,1	0,9
Räntebärande tillgångar, taktiskt förvaltad	-0,1	7,8	0,0
Fastigheter, strategiskt förvaltad	32,1	16,0	1,7
Alternativa tillgångar, strategiskt förvaltad	11,3	18,8	0,3
Valuta	1,7	4,9	1,7
Övrigt	-0,1	-0,2	-0,1
<b>Totalt</b>	<b>6,9</b>	<b>15,8</b>	<b>6,9</b>

Störst bidrag till den totala avkastningen under 2015 gav tillgångsslaget aktier med 3,3 procentenheter. Högst avkastning hade svenska aktier i den strategiska förvaltningen (21,2 procent) följt av svenska aktier i den taktiska förvaltningen (5,8 procent). Fastigheter och valuta lämnade ett bidrag till den totala avkastningen med vardera 1,7 procentenheter. Under 2015 lämnade samtliga delportföljer positiva bidrag till totalavkastningen. Av totalavkastningen på 6,9 procent stod normalportföljen för 2,1 procentenheter, strategisk förvaltning för 4,8 procentenheter och taktisk förvaltning för 0,1 procentenheter.

I McKinseys utvärdering (*bilaga 9*) framgår att fondens årliga avkastning efter kostnader var 9,7 procent under den senaste femårsperioden (2011–2015), 6,7 procent under tioårsperioden (2006–2015) och 6,0 procent under perioden 2001–2015. Detta innebär att Fjärde AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsmål under samtliga nämnda perioder. Fondens avkastning efter kostnader har även varit högre än inkomstindex under samtliga nämnda perioder.

## 4.5 Sjätte AP-fondens redovisade resultat

### *Uppdrag*

Sjätte AP-fondens uppdrag är att investera fondmedlen på riskkapitalmarknaden, dvs. i onoterade bolag. Utöver placeringsinriktningen skiljer sig Sjätte AP-fonden från de övriga buffertfonderna genom att den är sluten, dvs. inga medel förs till eller från pensionssystemet. Enligt lag ska Sjätte AP-fonden skapa en långsiktigt hög avkastning med en tillfredsställande riskspridning.

### *Fondkapital och resultat*

Sjätte AP-fondens resultat uppgick till 2,9 miljarder kronor 2015 (1,4 miljarder kronor året innan). Detta motsvarar en nominell avkastning på 12,2 procent (6,5 procent året innan). Sedan fonden bildades 1996 har fondkapitalet ökat med 16,0 miljarder kronor, från 10,4 till 26,4 miljarder kronor. Detta motsvarar en total värdetillväxt sedan starten på 154 procent och en årlig genomsnittlig tillväxt på 5,0 procent.

**Tabell 4.14 Sjätte AP-fondens fondkapital (mnkr)**

	2015	2014
Ingående fondkapital	23 550	22 109
Årets resultat	2 867	1 441
<b>Utgående fondkapital</b>	<b>26 417</b>	<b>23 550</b>

Sjätte AP-fondens mål är att skapa långsiktigt hög avkastning och hålla en tillfredsställande riskspridning genom placeringar på riskkapitalmarknaden. Det faktiska avkastningsmålet utgörs av SIX Nordic 200 Cap GI med påslag för en riskpremie för onoterade bolag om 2,5 procent. SIX Nordic 200 Cap GI beräknas av SIX Financial Information och är ett portföljindex som återspeglar utvecklingen av de 200 största bolagen,

baserat på marknadsvärdet, som är noterade på de nordiska börserna i Köpenhamn, Helsingfors, Oslo och Stockholm.

För 2015 var avkastningsmålet 15,4 procent (indexutveckling om 12,9 procent plus överavkastningsmål om 2,5 procent). Detta innebär att Sjätte AP-fonden inte lyckades nå upp till målet under 2015, då avkastningen uppgick till 12,2 procent. Exklusive den likvida reserven uppgick avkastningen för investeringsverksamheten däremot till 14,7 procent under 2015. För femårsperioden 2011–2015 var avkastningsmålet 13,4 procent och för tioårsperioden 2006–2015 var det 11,0 procent per år. Avkastningen under de båda perioderna var 5,8 respektive 5,7 procent, vilket innebär att fonden inte har nått upp till styrelsens avkastningsmål under nämnda tidsperioder. Nuvarande avkastningsmål infördes 2012 och är anpassat för investeringsstrategin som infördes 2011. Detta gör att avkastningsmålet är mindre relevant för perioden före 2012.

**Tabell 4.15 Sjätte AP-fondens redovisade nominella avkastning efter kostnader (procent)**

	2015	2014	2011-2015	2006-2015
Total avkastning efter kostnader	12,2	6,5	5,8	5,7
Avkastningsmål fr.o.m. 2012	15,4	19,5	13,4	11,0
<b>Differens</b>	<b>-3,2</b>	<b>-13,0</b>	<b>-7,6</b>	<b>-5,3</b>

#### *Fondkapital per verksamhetsområde*

Sjätte AP-fonden delar in affärsverksamheten i investeringsverksamhet och likviditetsförvaltning. Investeringsverksamheten består av investeringar direkt i företag samt indirekta investeringar i företag via fonder. I investeringsstrategin ingår att bredda portföljen av fondinvesteringar, och detta omfattar även en geografisk breddning till fonder som inte enbart har ett nordiskt fokus. I tabell 4.16 framgår resultatet och det utgående kapitalet för respektive affärsområde.

**Tabell 4.16 Sjätte AP-fondens resultat och fondkapital per affärsområde**

<i>Miljoner kronor</i>	Resultat		Kapital 151231	
	2015	2014	Mnkr	Procent
Företagsinvesteringar	1 788	372	12 380	46,9
Fondinvesteringar	720	796	6 964	26,4
Likviditetsförvaltning & riskhantering	465	371	7 034	26,6
Gemensamt kapital netto	-	-	39	0,1
Interna förvaltningskostnader	-59	-50	-	-
Gemensamma kostnader	-47	-48	-	-
<b>Totalt</b>	<b>2 867</b>	<b>1 441</b>	<b>26 417</b>	<b>100,0</b>

#### *Investeringsverksamheten*

Företagsinvesteringarnas marknadsvärde uppgick till 12,4 miljarder kronor vid 2015 års slut och resultatet före kostnader uppgick till 1,8 miljarder kronor under året. Företag i mogen fas (buyout) stod för

merparten av marknadsvärdet och resultatet (11,4 respektive 1,7 miljarder kronor). Resultatet motsvarar en avkastning på 17,4 procent. Företag i tidig fas (venture capital) hade ett marknadsvärde på 1,0 miljarder kronor på vid 2015 års slut och resultatet blev 90 miljoner kronor under året. Resultatet motsvarar avkastning på 10,8 procent. Sedan start (1997–2015) uppgår avkastningen för buyout till 15,4 procent och för venture capital till -14,9 procent. Företagsinvesteringar i det mogna segmentet överträffar målet sedan start (12,5 procent), men ligger något under målet de senaste tio åren (11,0 procent). Det svaga resultatet för venture capital är främst ett resultat av tidigare strategisk inriktning.

Fondinvesteringarnas marknadsvärde uppgick till 7,0 miljarder kronor vid 2015 års slut och resultatet under året uppgick till 0,7 miljarder kronor. Av fondinvesteringars marknadsvärde utgjorde kapitalet inom buyout-portföljen 5,5 miljarder kronor och denna del av portföljen stod för 0,5 miljarder kronor av resultatet. Det marknadsvärderade kapitalet inom venture capital uppgick till 1,5 miljarder kronor och denna del av portföljen stod för 0,2 miljarder kronor av resultatet under 2015. Sedan start (1997–2015) uppgår avkastningen för buyout till 14,7 procent och för venture capital till -2,0 procent. Investeringar i det mogna segmentet överstiger målet både för perioden 1997–2015 och för perioden 2006–2015. 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 investerat inom investeringsverksamheten. Syftet med likviditetsreserven är att upprätthålla 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. Investeringarna görs i räntebärande värdepapper med hög likviditet. Målsättningen för förvaltningen av räntebärande värdepapper är att uppnå en avkastning i linje med OMRX T-Bill. Utöver detta har likviditetsförvaltningen också till uppgift att hantera de finansiella risker som kan uppstå inom verksamheten samt vid behov upplåna kapital.

Vid 2015 års slut uppgick likviditetsreserven till 7,0 miljarder kronor (6,4 miljarder kronor året innan), varav en investering i Lannebo Microcap utgjorde 1,5 miljarder kronor (1,6 miljarder kronor året innan). Resultatet för likviditetsförvaltningen som helhet uppgick till 465 miljoner kronor (371 miljoner kronor året innan).

Sedan den genomförda strategiförändringen 2011 har Sjätte AP-fonden omstrukturerat portföljen för direktinvesteringar, vilket inneburit att ett antal bolag avyttrats. Samtidigt har mogna bolag inom både företags- och fondinvesteringar fortsatt att leverera stora inflöden. Likviditeten bedöms därför vara större i dag än vad som kan anses nödvändig för att parera den totala portföljens 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 utvärdering*

Enligt lag är Sjätte AP-fonden ålagd att utvärdera styrelsens förvaltning av fondmedlen med utgångspunkt i de mål som fonden har fastställt för sin placeringsverksamhet. Utvärderingen utgår från de lagstadgade målen för Sjätte AP-fonden och styrelsens tolkning av uppdraget: att Sjätte AP-fonden ska skapa långsiktigt hög avkastning och hålla en tillfredsställande riskspridning genom placeringar på riskkapitalmarknaden. Utvärderingen sammanställs i en separat rapport: Styrelsens utvärdering av Sjätte AP-fondens verksamhet 2015. Fondens resultat redovisas ovan. Nedan redovisas en del av utvärderingens slutsatser bl.a. vad gäller strategival och arbetet med hållbarhetsfrågor.

Av utvärderingen framgår att Sjätte AP-fondens styrelse är övertygad om att nuvarande strategi, som bygger på den framgångsrika investeringshistoriken inom buyout-segmentet, är rätt inriktning för investeringsverksamheten. Utgångspunkten är att investera både direkt i företag och indirekt genom fonder. Investeringar i fonder inkluderar såväl medelstora riskkapitalfonder som stora buyout-fonder. Investeringar i tidig fas (venture capital) görs endast via fonder och mer selektivt än tidigare. Direktinvesteringar i företag görs i mogna bolag och företrädesvis tillsammans med andra finansiella och industriella investerare. Utgångspunkten vid direktinvesteringar är att Sjätte AP-fonden tar en minoritetsposition och arbetar nära, eller via, en samarbetspartner.

Genom denna strategi uppkommer betydande synergieffekter i investeringsverksamheten, då organisationen består av kompetenser för både direkt- och fondinvesteringar. Denna kombination ger Sjätte AP-fonden en unik position på marknaden och därmed fler intressanta investeringsmöjligheter. Styrelsen anser att organisationen har väl utvecklade metoder och modeller för att bedöma och utvärdera investeringar i enskilda företag, vilka används i samband med genomlysning och analys av fonder som vid investeringstillfället redan äger portföljbolag. Verksamheten inom direktinvesteringar utökar samtidigt sina kontaktytor genom nätverken av samarbetspartners. På så sätt uppkommer nya affärsmöjligheter vilket skapar en unik, och för tillgångslaget, kostnadseffektiv förvaltning. Att nå den position som Sjätte AP-fonden har i dag är ett resultat av långsiktigt upparbetade relationer både inom företag- och fondinvesteringar.

I samband med den nya strategin som antogs 2011 påbörjades ett omfattande förändringsarbete av Sjätte AP-fondens portfölj. En mängd innehav har avyttrats de senaste åren, samtidigt som nya innehav adderats inom direkt- och fondinvesteringar. Allt i enlighet med den strategin. I investeringsplanen ingår att ytterligare bredda portföljen av fondinvesteringar. Som noterats i tidigare utvärderingar så innefattar detta även en viss geografisk breddning till fonder som inte enbart har ett nordiskt fokus. I linje med detta har det internationella inslaget i investeringsverksamheten ökat genom att det under året har etablerats ett antal nya samarbeten med paneuropeiska fonder. Styrelsen finner att den



påbörjade geografiska breddningen har utvecklats väl vilket också resulterat i nya strategiska kontaktnät där Sjätte AP-fonden kan utgöra en attraktiv nordisk samarbetspartner.

Ambitionsnivån inom hållbarhetsområdet är fortsatt hög och under året har det operativa arbetet gentemot innehaven intensifierats ytterligare. Privat Equity som ägarform ger goda möjligheter till en aktiv ägarstyrning och kan därför präglas av ett tydligt kravställande med kontinuerlig uppföljning, rapportering och utvärdering. Vid Sjätte AP-fondens interna rapportering ingår hållbarhetsanalys som en integrerad del. Under året har också ett projekt genomförts avseende mätning och analys av koldioxidavtryck, både för portföljen som helhet, liksom för enskilda innehav samt för Sjätte AP-fondens egen verksamhet. Resultaten skapar transparens, möjliggör kravställande samt påverkar andra aktörer inom onoterat ägande att initiera liknande analyser.

## 4.6 Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas kostnader och personal

Detta avsnitt behandlar buffertfondernas interna och externa förvaltningskostnader samt antalet anställda. De interna kostnaderna består av personalkostnader och övriga administrationskostnader. De externa förvaltningskostnaderna utgörs av kostnader för den förvaltning buffertfonderna köper in och som tas upp i resultaträkningen.

### *Interna förvaltningskostnader 2011–2015*

De interna kostnaderna för buffertkapitalets förvaltning uppgick till 892 miljoner kronor under 2015 (tabell 4.17). Jämfört med föregående år motsvarar detta en ökning med 49 miljoner kronor (5,8 procent). Under 2015 ökade de interna kostnaderna för samtliga buffertfonder. Andra och Tredje AP-fonderna står för merparten av ökningen med 17 respektive 14 miljoner kronor. Andra AP-fonden hade högst interna kostnader och Fjärde AP-fonden näst högst interna kostnader under 2015. I de interna förvaltningskostnaderna för Tredje AP-fonden ingår en s.k. förgäveskostnad relaterad till en missad budgivning i samband med en möjlig infrastrukturinvestering. De interna förvaltningskostnaderna redovisas som rörelsens kostnader i respektive buffertfonds resultaträkning.

**Tabell 4.17 Buffertfondernas interna förvaltningskostnader (mnkr)**

	2015	2014	2013	2012	2011
Första AP-fonden	185	177	161	177	155
Andra AP-fonden	212	195	178	169	159
Tredje AP-fonden	192	178	173	183	155
Fjärde AP-fonden	197	195	187	179	179
Sjätte AP-fonden	106	98	98	116	120
<b>Summa</b>	<b>892</b>	<b>843</b>	<b>797</b>	<b>824</b>	<b>766</b>

Källor: Respektive AP-fonds årsredovisning för 2015.

#### *Interna och externa kostnader för 2015 och 2014*

Kostnader för extern förvaltning utgörs av fasta provisionskostnader (arvode till externa förvaltare) för noterade och onoterade tillgångar samt depåkostnader (kostnader för förvaring av värdepapper). Kostnaderna för extern förvaltning tas upp i respektive buffertfonds resultaträkning som en negativ post i rörelsens intäkter.

**Tabell 4.18 Buffertfondernas interna och externa förvaltningskostnader (mnkr)**

	2015			2014		
	Interna	Externa	Totalt	Interna	Externa	Totalt
Första AP-fonden	185	308	493	177	279	459
Andra AP-fonden	212	321	533	195	286	481
Tredje AP-fonden	192	170	362	178	162	340
Fjärde AP-fonden	197	128	325	195	101	296
Sjätte AP-fonden	106	21	127	98	22	120
<b>Summa</b>	<b>892</b>	<b>948</b>	<b>1 840</b>	<b>843</b>	<b>850</b>	<b>1 693</b>
Andel av fondkapital			0,15%			0,15%

Källor: Respektive AP-fonds årsredovisning för 2015.

De sammanlagda kostnaderna för intern och extern förvaltning uppgick till 1 840 miljoner kronor under 2015 (tabell 4.18). Jämfört med 2014 motsvarar detta en ökning med 147 miljoner (8,7 procent). Mellan 2013 och 2014 var motsvarande kostnadsökning 13 procent. En del av förklaringen till denna ökning är valutakursförändringar, eftersom framför allt provisionskostnaden men även vissa andra kostnader i betydande utsträckning betalas i utländsk valuta (framför allt amerikanska dollar).

Kostnadernas andel av det totala fondkapitalet uppgick till 0,15 procent under 2015, vilket är oförändrat jämfört med 2014<sup>7</sup>. Kostnadsandelen för Andra AP-fonden ökade med 0,01 procentenheter, medan den minskade

<sup>7</sup> Kostnadsandelen beräknas i förhållande till medelvärdet mellan årets in- och utgående fondkapital.

med 0,02 procentenheter för Sjätte AP-fonden. För övriga fonder var Skr. 2015/16:130 kostnaden oförändrad i förhållande till fondens kapital (tabell 4.19).

**Tabell 4.19 Buffertfondernas förvaltningskostnadsandel (procent)**

	Kostnadsandel 2015	Kostnadsandel 2014
Första AP-fonden	0,17	0,17
Andra AP-fonden	0,18	0,17
Tredje AP-fonden	0,12	0,12
Fjärde AP-fonden	0,11	0,11
Sjätte AP-fonden	0,51	0,53

Källor: Respektive AP-fonds årsredovisning för 2015.

Posten kostnader för extern förvaltning är inte heltäckande eftersom den inte omfattar prestationsbaserade arvoden. Prestationsbaserade arvoden betalas endast ut under förutsättning att den externa förvaltningen överträffat uppställda mål. Arvodena reducerar redovisningsmässigt direkt investeringarnas avkastning och därmed nettoresultatet för respektive tillgångskategori. Denna typ av arvoden är framför allt ganska vanligt förekommande för noterade tillgångar, dock mer sällsynta för onoterade tillgångar. Under 2015 ökade de prestationsberoende förvaltningsarvodena till sammanlagt 346 miljoner kronor (289 miljoner kronor året innan), se tabell 4.20.

**Tabell 4.20 Prestationsbaserade arvode för noterade och onoterade tillgångar (mnkr)**

	2015			2014		
	Noterade tillgångar	Onoterade tillgångar	Summa	Noterade tillgångar	Onoterade tillgångar	Summa
Första AP-fonden	34	0	34	30	4	34
Andra AP-fonden	144	0	144	88	0	88
Tredje AP-fonden	85	28	113	91	12	103
Fjärde AP-fonden	55	0	55	64	0	64
Sjätte AP-fonden	0	0	0	0	0	0
<b>Summa</b>	<b>318</b>	<b>28</b>	<b>346</b>	<b>273</b>	<b>16</b>	<b>289</b>

Källor: Respektive AP-fonds årsredovisning för 2015.

### *Personal*

Personalkostnaderna utgör huvuddelen av de interna förvaltningskostnaderna för AP-fonderna. Vid 2015 års slut var antalet anställda vid Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna totalt 256, vilket kan jämföras med 260 vid föregående årsskifte. Vid Första–Fjärde AP-fonderna var antalet anställda mellan 51 och 64 och vid Sjätte AP-fonden 31. Den totala andelen kvinnor var 37 procent, vilket var oförändrat jämfört med året innan. Sjätte AP-fonden har störst andel kvinnor (48 procent).

Som framgår av tabell 4.21 hade Andra–Fjärde AP-fonderna rörliga ersättningsprogram för sina anställda. Sammanlagt uppgick de rörliga ersättningsprogrammen under 2015 till 12,2 miljoner kronor, vilket kan jämföras

med 14,5 miljoner kronor föregående år. Styrelsen, verkställande direktören och övriga i ledningsgruppen omfattades inte av programmen. Första och Sjätte AP-fonderna hade inte några sådana ersättningsprogram.

**Tabell 4.21 Antal anställda i buffertfonderna och rörlig ersättning 2015**

	Anställda (antal)	Andel kvinnor (procent)	Rörlig ersättning (mnkr)
Första AP-fonden	55	35	Nej
Andra AP-fonden	64	34	4,0
Tredje AP-fonden	51	33	3,9
Fjärde AP-fonden	55	38	4,3
Sjätte AP-fonden	31	48	Nej
<b>Totalt</b>	<b>256</b>	<b>37</b>	<b>12,2</b>

Not. Uppgifter per 31 dec 2015. Första och Sjätte AP-fonderna har inga incitamentsprogram. Programmen i övriga buffertfonder omfattar inte styrelse, VD och ledningsgrupp. Rörlig ersättning för anställda i Andra, Tredje och Fjärde AP-fonderna är exkl. sociala avgifter.  
Källor: Respektive AP-fonds årsredovisning 2015.

## 4.7 Sjunde AP-fondens redovisade resultat

Sjunde AP-fonden är det statliga alternativet inom premiepensions-systemet. Fonden förvaltar premiepensionen för de sparare som avstått från att välja fonder och för de sparare som aktivt valt det statliga alternativet.

Sjunde AP-fonden förvaltar två fonder i premiepensionssystemet, de s.k. byggstensfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Byggstensfonderna bildades i maj 2010 inom ramen för de förändringar i premiepensionssystemet som riksdagen fattade beslut om under 2009 (prop. 2009/10:44 och bet. 2009/10:SfU9). Målsättningen var att den sammanlagda statliga pensionen skulle bli högre. De två tidigare fonderna Premiesparfonden (tidigare förvalsalternativet) och Premievals-fonden (det statliga alternativet på Pensionsmyndighetens fondtorget) ersattes i och med detta.

Sex nya produkter lanserades, varav AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond är valbara på fondtorget. Baserat på dessa två fonder erbjuder Sjunde AP-fonden ytterligare fyra produkter, vilka är valbara vid sidan av fondtorget. De fyra produkterna: AP7 Såfa (fondportfölj med livscykelprofil), AP7 Offensiv (75 procent aktiefond), AP7 Balanserad (50 procent aktiefond) och AP7 Försiktig (33 procent aktiefond). Samtliga består av olika kombinationer av de två byggstensfonderna.

Vid slutet av 2015 förvaltade Sjunde AP-fonden sammanlagt 283 miljarder kronor, motsvarande 34 procent av kapitalet i premiepensionssystemet. Av beloppet uppgick AP7 Aktiefond till 261 miljarder kronor och AP7 Räntefond till 22 miljarder kronor.

För de sparare som avstått från att välja fond inom premiepensions-systemet placeras medlen i AP7 Såfa (Statens årskullsförvaltningsalternativ). Formellt är Såfa ingen fond utan en instruktion till Pensionsmyndigheten om hur placeringar för respektive sparare ska göras i AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Såfa är en kombination av de båda fonderna, där proportionerna ändras över tiden beroende på hur gammal spararen är. I unga år är alla pengarna placerade på aktiemarknaden för att kunna ge en högre avkastning. Mellan 56 och 75 års ålder ökas andelen räntesparande successivt för att ge större trygghet närmare pensionen. Avkastningen i Såfa är således en sammanvägning av resultatet för de ingående byggstensfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond enligt den faktiska fördelningen mellan fonderna i Såfa totalt. Vid utgången av 2015 hade 3,3 miljoner premiepensionssparare förvalsalternativet Såfa, vilket motsvarande ca 48 procent av spararna. Såfa är valbar, men kan inte kombineras med andra fonder i premiepensionssystemet.

Målet för Såfa är att uppnå en avkastning som är minst lika bra som genomsnittet av de privata fonderna i premiepensionssystemet. Under 2015 uppgick avkastning i Såfa till 6,3 procent, jämfört med 6,7 procent för de privata premiepensionsfonderna. Under perioden den 24 maj 2010 – 31 december 2015 genererade Såfa i genomsnitt en avkastning på 14,7 procent per år, medan premiepensionsindex hade en genomsnittlig avkastning på 8,2 procent per år. Förvalsalternativets avkastning från starten (hösten 2000) fram till 2015 års slut uppgick till 115,3 procent, jämfört med 50,2 procent för de privata premiepensionsfonderna.<sup>8</sup> Justerat för rabatter uppgick den genomsnittliga avkastningen för förvalsalternativet under perioden 2001–2015 till 5,9 procent, vilket var 2 procentenheter högre än premiepensionsindex under samma period.

**Tabell 4.22 Förvalsalternativens avkastning (NAV-kurser, procent per år)**

	2015	2014	2013	2012	2011	2001-2015
Förvalsalternativet Såfa	6,3	29,3	32,0	17,4	-10,5	5,9
Privata fonder	6,7	15,1	15,7	10,5	-10,4	3,9
<b>Differens</b>	<b>-0,4</b>	<b>14,2</b>	<b>14,3</b>	<b>6,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>2,0</b>

Not. Förvalsalternativet avser AP7 Såfa från och med den 24 maj 2010, dessförinnan Premiesparfonden. Privata fonder avser genomsnittliga avkastningen i de privata fonderna i premiepensionssystemet. Avkastningen för 2000–2015 redovisas i årsredovisningen som total avkastning och genomsnittlig avkastning baserat på en period av tretton år och två månader (skattning av den tidsperiod sedan förvaltningen inom premiepensionssystemet startade hösten 2000).

<sup>8</sup> Före maj 2010 då Såfa startade följde avkastningen för förvalsalternativet (Premiesparfonden) i stort den genomsnittliga avkastningen för de privata alternativen i premiepensionssystemet. Premiesparfonden hade dock en lägre risk än den genomsnittliga risknivån i övriga fonder. Såfa har en högre risk jämfört med den genomsnittliga risknivån i övriga fonder.

Det förvaltade kapitalet i AP7 Aktiefond uppgick till 261,1 miljarder kronor vid 2015 års slut (235,7 miljarder kronor året innan). Avkastningen enligt NAV-kursmodellen uppgick under 2015 till 6,6 procent (31,1 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 onoterade företag genom olika fondkonstruktioner. Tillämpning av hävstång i förvaltningen gör att placeringsutrymmet är större än fondkapitalet.

Hävstångsgraden motsvarar normalt runt 150 procent av fondkapitalet. För att skydda fondkapitalet kan styrelsen på rekommendation från verkställande direktören reducera storleken från dess normalnivå. Under 2015 beslutade styrelsen om en gradvis nedtrappning av hävstångsgraden från dess normalnivå till 125 procent. Nedtrappningen genomfördes under perioden maj–september. Vid slutet av 2015 motsvarade hävstångsgraden 123,6 procent av fondkapitalet (62,3 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 även tillämpas. Taktisk allokering innebär främst avsteg från beslutad hävstångsgrad inom intervallet  $\pm 12$  procentenheter.

**Tabell 4.23 Avkastning före kostnader AP7 Aktiefond (procent per år)**

	2015	2014	2013
AP7 Aktiefond	6,6	31,1	34,0
Jämförelseindex	6,2	30,8	35,3
<b>Differens</b>	0,4	0,3	-1,3

Totalavkastningen för AP7 Aktiefond var 6,6 procent under 2015, vilket var drygt 0,4 procentenheter bättre än jämförelseindex (tabell 4.23). Den positiva utvecklingen under 2015 förklaras av uppgången på den globala aktiemarknaden, vilken förstärktes av hävstången och den svenska kronans försvagning. Den aktiva förvaltningen bidrog till 124 miljoner kronor och den taktiska allokeringen till 101 miljoner kronor (beroende på en lägre aktieexponering än jämförelsenormen på 150 procent).

Det förvaltade kapitalet i AP7 Räntefond uppgick till 22,1 miljarder kronor vid 2015 års slut (17,5 miljarder kronor året innan). Under 2015 uppgick avkastningen till 0,8 procent, vilket var 0,1 procentenheter lägre än avkastningen i fondens jämförelseindex (tabell 4.24).

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 2 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 2015 gjorts passivt mot fondens jämförelseindex. Detta innebär att placeringarna vid 2015 års slut i huvudsak utgjordes av svenska statsobligationer och svenska säkerställda obligationer. Den modifierade durationen i portföljen var 1,9 procent vid utgången av 2015, vilket var oförändrat jämfört med året innan.

**Tabell 4.24 Avkastning före kostnader AP7 Räntefond (procent per år)**

	2015	2014	2013
AP7 Räntefond	0,8	2,8	1,8
Jämförelseindex	0,9	2,9	1,9
<b>Differens</b>	-0,1	-0,1	-0,1

#### *Resultat för verksamheten*

Under 2015 uppgick Sjunde AP-fondens intäkter av rörelsen till 320,8 miljoner kronor (240,5 miljoner kronor året innan). Kostnaderna, inklusive räntenetto, uppgick till 180,3 miljoner kronor (163,8 miljoner kronor året innan). Resultatet för myndigheten Sjunde AP-fonden blev således 140,5 miljoner kronor (76,8 miljoner kronor året innan). Det balanserade resultatet vid 2015 års slut var 217,1 miljoner kronor (76,6 miljoner kronor året innan).

#### *Kostnader och personal*

Förvaltningsavgifterna för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond uppgick till 0,12 respektive 0,05 procent av förvaltad kapital (0,12 respektive 0,05 procent året innan). Detta kan jämföras med att den genomsnittliga förvaltningsavgiften för de 830 fonder som ingick i premiepensionssystemet vid 2015 års slut var 0,31 procent (0,92 procent före rabatter).

I Sjunde AP-fonden förekommer ingen rörlig ersättning till anställda. Antalet tillsvidareanställda var under större delen av 2015 tjugotvå personer varav tio kvinnor.

## 5 Utvärdering av AP-fondernas förvaltningsresultat

### 5.1 Buffertfondernas bidrag till inkomstpensionssystemet

**Regeringens bedömning:** Fondkapitalet i buffertfonderna uppgick till 1 230 miljarder vid slutet av 2015. Den ackumulerade avkastningen sedan den 1 januari 2001 är 712 miljarder kronor, vilket motsvarar en genomsnittlig avkastning på 5,4 procent per år. Som jämförelse har inkomstindex under motsvarande period i genomsnitt stigit med 3,0 procent per år. Buffertfonderna har följaktligen bidragit positivt till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering. Buffertfondernas riskspridning i tillgångsallokeringen har bidragit till att dämpa svängningarna i fondkapitalet. Buffertfonderna har fortsatt att sprida riskerna genom att de senaste åren öka allokeringen av kapitalet till andra tillgångar än aktier och obligationer, s.k. alternativa tillgångar. Första–Fjärde AP-fonderna har även successivt minskat allokeringen till räntebärande tillgångar ned mot den i lag fastlagda miniminivån om 30 procent av totala tillgångar. Inkomstpensionssystemets känslighet för AP-fondernas avkastning är något högre än tidigare. Detta är en följd av att buffertfondernas andel av tillgångssidan har ökat något de senaste åren, delvis som ett resultat av stark tillväxt i buffertkapitalet. Dessutom innebär det nuvarande lågränteläget att systemet är mer känsligt än tidigare för en negativ utveckling på aktiemarknaden. AP-fondernas räntebärande tillgångar kan inte förväntas mer än i begränsad utsträckning agera buffert för avkastningen, om aktiemarknaden skulle utvecklas negativt. Den allt mer diversifierade allokeringen av tillgångarna i Första–Fjärde AP-fonderna till en högre andel alternativa tillgångar, kan dock förväntas ha en dämpande effekt vid en eventuell svagare utveckling på aktiemarknaden.

**Regeringens bedömning i föregående års skrivelse:** Buffertfonderna gjorde ett samlat resultat på 147 miljarder 2014 och fondkapitalet uppgick i slutet av 2014 till 1 185 miljarder kronor. En stor andel aktier i portföljerna samt en fortsatt mycket stark utveckling av aktie- och obligationsmarknaderna bidrog positivt. Dessutom hade Första–Fjärde AP-fonderna under 2014 en hög valutaexponering jämfört med tidigare år, vilket innebar att valutaexponeringen genererade positiva bidrag för samtliga fonder, främst till följd av en stigande dollarvärdering. Buffertfonderna genererade under perioden 2001–2014 en avkastning på i genomsnitt på 5,3 procent per år. Det överstiger mer än väl ökningen i inkomstindex (3,1 procent), som styr uppräknigen av skulden i inkomstpensionssystemet. Förvaltningen av buffertkapitalet har därmed bidragit positivt till den långsiktiga finansieringen av systemet.

**McKinsey:** Fram till 2007 balanserade inkomstpensionssystemet varje år (balanstalet översteg 1,0). Skulderna i systemet växte mer än avgifts-tillgångarna fram till 2007, men buffertfondernas utveckling gjorde att



systemet balanserade. Åren 2008 och 2009 balanserade inte systemet (balanstalet understeg 1,0), framför allt till följd av att skulderna i systemet växte snabbare än avgiftstillgångarna. Utvecklingen i systemet 2008 och 2009 innebar att inkomstpensionen i absoluta tal skrevs ner 2010 och 2011 med 3,0 procent respektive 4,3 procent. Åren 2010 och 2011 balanserade systemet igen (balanstalet översteg 1,0) framför allt beroende på att avgiftstillgångarna växte till följd av ökad sysselsättning och att pensionsskulden skrevs ner.

Sedan 2012 har systemet balanserat med undantag för 2012 då en stark utveckling av buffertfonderna inte räckte till för att kompensera för en betydande uppskrivning av pensionsskulden. Utvecklingen under 2015 leder till att inkomstpensionen kommer att skrivas upp med 3,1 procent 2017. Förändringar i pensionsskulden och även avgiftstillgångarna har betydande påverkan på systemet som helhet, medan buffertfonderna endast utgör en mindre del av tillgångssidan. Dock har buffertfondernas betydelse för systemet ökat något över tid, eftersom buffertkapitalets andel av tillgångarna har ökat från 10 procent 2001 till 14 procent 2015.

Sammantaget för hela perioden 2001–2015 har buffertfonderna bidragit positivt till balansen i systemet genom att generera en avkastning som överstiger inkomstindex.

### **Skälen för regeringens bedömning**

#### *Buffertfonderna bidrog till pensionssystemets finansiering*

Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna avkastade sammantaget 65 miljarder kronor under 2015, vilket innebär att buffertkapitalet – efter överföring av 21,6 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet – uppgick till 1 230 miljarder kronor i slutet av 2015. Den ackumulerade avkastningen sedan den 1 januari 2001 är 712 miljarder kronor, vilket motsvarar en genomsnittlig avkastning på 5,4 procent per år. Som jämförelse har inkomstindex under motsvarande period i genomsnitt stigit med 3,0 procent per år. Den långsiktiga avkastningen för buffertfonderna ligger därmed betydligt över det index som ligger till grund för uppräkningsen av skulden i inkomstpensionssystemet. Buffertfonderna har följaktligen bidragit positivt till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering.

**Tabell 5.1 Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas utveckling 2001–2015 (mdkr och procent)**

	2015	2014	2013	2012	2011	Ack. förändring och årlig avkastning 2001–2015
Totalt fondkapital (mdkr) <sup>1</sup>	1230	1185	1058	958	873	<b>684</b>
Avkastning (mdkr)	65	147	128	101	-17	<b>712</b>
Avkastning (%) <sup>2</sup>	5,5	14,1	13,5	11,6	-1,9	<b>5,4</b>
Inkomstindex (%)	2,1	0,5	3,7	4,9	1,9	<b>3,0</b>

Not 1: Totalt utgående fondkapital per 31 december resp. år. För perioden 2001–2014 visas kapitalförändring från 1 jan 2001.

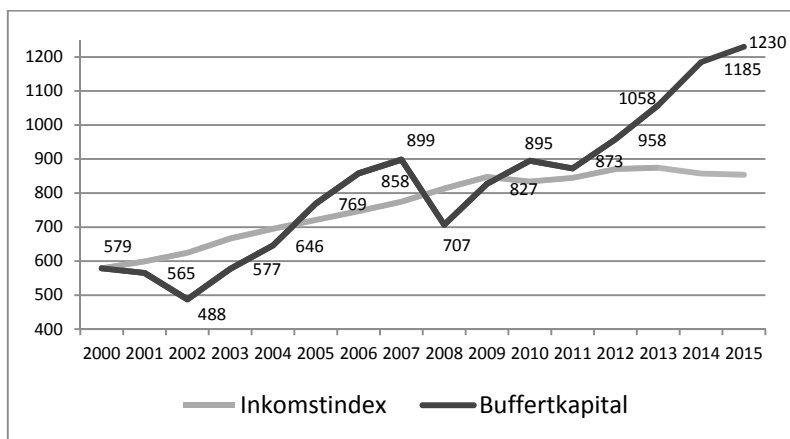
Not 2: Avkastning per fond viktat med genomsnittligt kapital för vardera år, geometriskt genomsnitt 2001–2015.

Källa: McKinsey, bilaga 9.

### Buffertfonderna bidrar till riskspridning

Buffertfondernas avkastning har sedan starten 2001 uppvisat betydande variationer. Detta visas i figur 5.1 nedan där de stora börsnedgångarna 2001, 2002, 2008 och 2011 avtecknar sig tydligt. Första–Fjärde AP-fonderna började placera sina tillgångar 2001 (mitt i den s.k. it-börskraschen). De kraftiga börsfallen 2001 och 2002 innebar att den ackumulerade avkastningen understeg inkomstindex fram till 2004. År 2005–2007 var bidraget från fonderna positivt, men i samband med finanskrisen mer akuta skede 2008 vände utvecklingen för att åter bli lägre än inkomstindex. Från och med 2010 överstiger buffertfondernas långsiktiga avkastning åter igen inkomstindex. Under 2015 överstiger avkastningen av buffertkapitalet om 5,4 procent uppräknigen i inkomstindex som var 3,0 procent.

**Figur 5.1 Buffertfondernas avkastning (fondkapitalets förändring) i jämförelse med inkomstindex (mdkr)**

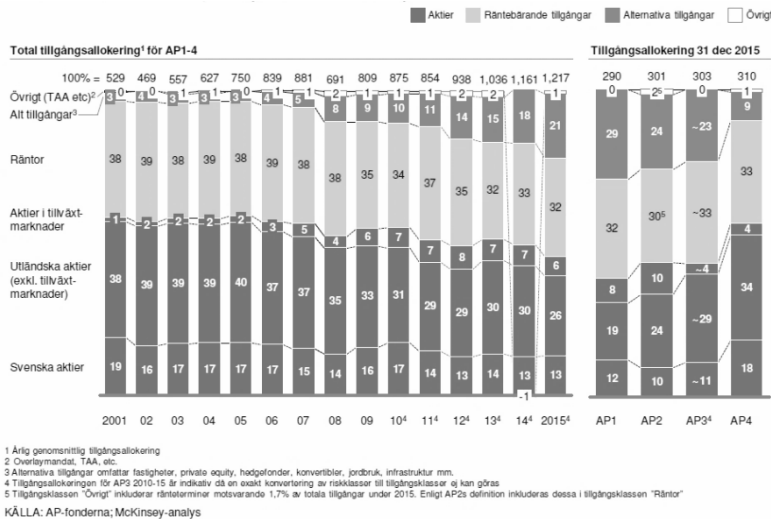


Not. Fondkapitalet vid utgången av respektive år.

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

Buffertfondernas riskspridning i den övergripande tillgångsallokeringen har bidragit till att dämpa svängningarna i fondkapitalet. Fondernas investeringar i räntebärande tillgångar bidrog med hög avkastning till fondkapitalets utveckling under 2001–2011, eftersom svenska och utländska räntebärande papper då hade högre genomsnittlig avkastning än aktier. Under åren 2012 till 2014 gav en stark generell utveckling på aktiemarknaden, speciellt på den svenska aktiemarknaden, ett betydande positivt bidrag till avkastningen. Buffertfonderna har fortsatt att sprida riskerna genom att de senaste åren öka allokeringen av kapitalet till andra tillgångar än aktier och obligationer, s.k. alternativa tillgångar. Dessa uppgick i slutet av 2015 till 21 procent av det sammanlagda kapitalet i Första–Fjärde AP-fonderna jämfört med 4 procent så sent som 2006. Första–Fjärde AP-fonderna har även successivt minskat allokeringen till räntebärande tillgångar ned mot den i lag fastlagda miniminivån om 30 procent. Vid slutet av 2015 utgjorde räntebärande tillgångar 32 procent av totala tillgångar jämfört med 38 procent i slutet av 2007. Under 2015 hade fondernas räntebärande tillgångar ett mycket begränsat eller negativt bidrag till avkastningen, medan alternativa tillgångar och däribland speciellt fastigheter bidrog positivt till avkastningen under 2015.

**Figur 5.2 Faktisk tillgångsallokering Första till Fjärde AP-fonderna (procent av fondernas faktiska portfölj, 100 procent = SEK mdkr)**



### Buffertfonderna och den automatiska balanseringen i pensionssystemet

Tabell 5.2 nedan visar en analys av buffertfondernas bidrag till inkomst-pensionssystemets finansiering. Kolumnerna 1 och 2 visar det verkliga utfallet i buffertfondernas resultat i förhållande till det (simulerade) resultat som skulle ha uppkommit om buffertkapitalet i stället hade följt utvecklingen i inkomstindex. Kolumn 3 visar skillnaden mellan det verkliga utfallet och det simulerade resultatet. Kolumn 4 visar den ackumu-

lerade skillnaden i kolumn 3 över tid. Den ackumulerade differensen kan sättas i relation till det av Pensionsmyndigheten redovisade över- eller underskottet i inkomstpensionssystemet (kolumn 5).

Trots att buffertfondernas bidrag till pensionssystemet var negativ under åren 2001–2004 (se ackumulerad differens), var pensionssystemet netto ändå i balans. Skillnaden mellan avgiftstillgången (värde av de framtida avgiftsbetalningarna till systemet) och pensionsskulden var då tillräckligt stor för att kunna absorbera förlusterna i buffertfonderna. Däremot var det ackumulerade överskottet från buffertfonderna större än överskottet i pensionssystemet 2005–2007, vilket innebar att buffertfonderna bidrog till att den automatiska balanseringen inte aktiverades under åren. Detta visar att buffertfonderna, trots sin begränsade andel av tillgångsmassan, kan ha en kontracyklisk karaktär och betydelse för om den automatiska balanseringen aktiveras eller inte.

**Tabell 5.2 Buffertfondernas bidrag till pensionssystemets finansiering (mdkr)**

	Resultat buffertfonder (utfall)	Simulerade resultat (inkomstindex)	Differens	Ackumulerad differens	Netto pensions- systemet
	K1	K2	K3	K4	K5
2001	-26	8	-34	-34	
2002	-86	17	-103	-137	60
2003	81	33	47	-90	58
2004	64	23	41	-49	9
2005	114	17	97	48	28
2006	83	20	63	111	100
2007	37	24	13	124	18
2008	-195	35	-230	-106	-243
2009	136	50	86	-20	-323
2010	84	3	81	61	103
2011	-17	16	-33	28	157
2012	101	41	60	88	-80
2013	128	32	96	184	127
2014	147	4	143	327	423
2015	65	18	47	374	171

Buffertfondernas negativa resultat 2008 på 195 miljarder kronor bidrog dock till att den automatiska balanseringen i inkomstpensionssystemet aktiverades. Man bör dock notera att påfrestningarna i pensionssystemet var så stora 2008 och 2009 att inte ens ett rimligt positivt resultat i buffertfonderna hade kunnat förhindra den automatiska balanseringen från att aktiveras. För att utjämna påverkan på inkomstpension beslutade riksdagen 2009 att balanstaket fr.o.m. 2008 ska räknas på ett genomsnittligt värde på buffertfonderna under tre år. Åren 2010 och 2011 var nettot i pensionssystemet återigen positivt med visst bidrag från

buffertfonderna. År 2012 bidrog fonderna positivt, men eftersom pensionsskulden skrevs upp rejält (inkomstindex var 4,9 procent 2012) så blev nettot i pensionssystemet negativt och den automatiska balanseringen aktiverades. Utvecklingen i buffertkapitalet under åren 2013–2015 har bidragit till att balanseringen inte aktiverats under denna period. Sammantaget är slutsatsen att buffertfonderna utgör en mindre del av tillgångarna i inkomstpensionssystemet (14 procent 2015), men utvecklingen i buffertfonderna har vid ett flertal tillfällen haft betydelse för om inkomstpensionerna ska räknas upp med inkomstindex eller inte.

Sedan starten 2001 har avkastningen i buffertfonderna uppgått till i genomsnitt 5,4 procent per år, vilket är 2,4 procentenheter högre än inkomstindex för perioden. Det ackumulerade överskottet i fonderna överstiger uppräknningen enligt inkomstindex med 374 miljarder kronor. Regeringen konstaterar att trots en svår start på 2000-talet, och en mycket svag utveckling 2008, bidrar buffertfonderna nu till förmögenhetsbildningen i inkomstpensionssystemet som det var tänkt när det nuvarande AP-fondssystemet infördes 2001. Det är dock viktigt att konstatera att de senaste åren har utvecklingen på aktiemarknaden varit mycket stark och detta har bidragit till förmögenhetsbildningen. Det är sannolikt inte rimligt att förvänta sig en motsvarande stark utveckling på de globala aktiemarknaderna framöver.

Regeringen konstaterar att inkomstpensionssystemets känslighet när det gäller AP-fondernas avkastning för närvarande är något högre än tidigare. Detta är ett resultat av att buffertfondernas andel av tillgångssidan i inkomstpensionssystemet har ökat något de senaste åren, delvis som ett resultat av stark tillväxt i buffertkapitalet. Det nuvarande lågränteläget innebär även att systemet är mer känsligt än tidigare för en negativ utveckling på aktiemarknaden. AP-fondernas räntebärande tillgångar kan inte förväntas mer än i begränsad utsträckning agera buffert för avkastningen om aktiemarknaden skulle utvecklas negativt. En sådan negativ utveckling skulle därför kunna få genomslag för inkomstpensionssystemets beräkningar. En alltmer diversifierad allokering av tillgångarna i Första–Fjärde AP-fonderna till en högre andel alternativa tillgångar, kan under perioder dock förväntas ha en dämpande effekt av en eventuell svagare utveckling på aktiemarknaden.

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

### 5.2.1 Strategisk förvaltning

**Regeringens bedömning:** Första–Fjärde AP-fondernas avkastning överstiger i stort sett fondernas respektive interna mål för de längre tidsperioderna. Första–Fjärde AP-fonderna fortsätter att fokusera på de långsiktiga strategiska beslutet vilket är positivt. Första–Fjärde AP-fonderna har dessutom fortsatt att gradvis utveckla sina respektive förvaltningsmodeller, vilket har lett till en utökad diversifiering av buffertkapitalet. Det bedöms leda till en bättre riskspridning i förvaltningen av buffertkapitalet, vilket är positivt.

Det är lämpligt att Första–Fjärde AP-fonderna utarbetar en gemensam definition för vad som ska klassificeras som alternativa tillgångar, med syfte att därefter redovisa tillgångarna i Första–Fjärde AP-fonderna utifrån denna jämförbara definition. På så sätt kan det skapas förutsättning för utvärdering och analys av fondernas innehav i alternativa tillgångar både när det gäller bidrag till nettoavkastning efter kostnader och till diversifieringen av portföljerna. Det är positivt att Första–Fjärde AP-fonderna har olika preferenser för avvägningen mellan avkastning och risk. AP-fonderna bör dock vidareutveckla hur risken mäts för att öka enhetligheten i rapportering och därmed förbättra möjligheten till jämförelser.

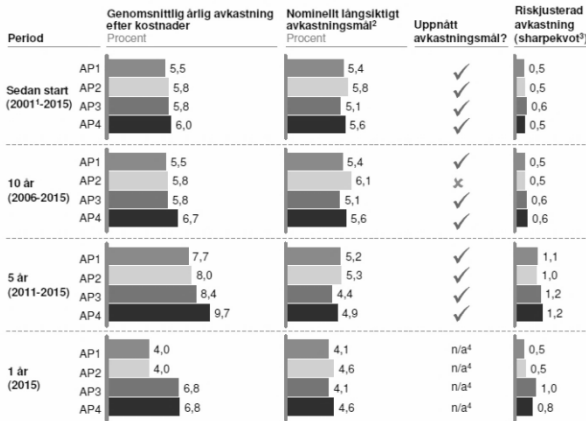
**Regeringens bedömning i föregående års skrivelse:** Första–Fjärde AP-fondernas avkastning överstiger i stort sett fondernas respektive interna mål oavsett vilken period som väljs, vilket delvis förklaras av den övergripande tillgångsallokeringen med en fortsatt hög andel aktier. Första–Fjärde AP-fonderna fortsätter att fokusera på de långsiktiga strategiska besluten vilket är positivt. Det är även positivt att Första–Fjärde AP-fonderna har fortsatt att utveckla sina respektive förvaltningsmodeller i olika riktningar, vilket har lett till en utökad diversifiering. Detta bedöms leda till en bättre riskspridning i förvaltningen av buffertkapitalet.

**McKinsey:** En utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas genomsnittliga årliga avkastning efter kostnader gentemot deras långsiktiga nominella avkastningsmål visar att samtliga fonder har uppnått sina långsiktiga avkastningsmål under den senaste femårsperioden och sedan starten 2001. Även den senaste tioårsperioden har alla fonderna förutom Andra AP-fonden uppnått sina långsiktiga avkastningsmål. Det är dock viktigt att notera att orsaken till att Andra AP-fonden inte uppnått sitt avkastningsmål sedan starten är att fonden haft ett högre avkastningsmål än övriga fonder.

**Skälen för regeringens bedömning:** Styrelserna för respektive Första–Fjärde AP-fonderna sätter det övergripande målet för verksamheten. Målen skiljer sig något åt mellan fonderna. Första AP-fonden har haft som mål att nå en nominell avkastning på 5,5 procent per år. Det målet ändrades fr.o.m. den 1 januari 2015 till en målsättning i reala termer (4,0 procent per år under en rullande tioårsperiod). De andra tre fonderna hade sedan tidigare reala avkastningsmål. Även Andra AP-fonden reviderade fr.o.m. 1 januari 2015 sitt långsiktiga avkastningsantagande från 5,0 procent till 4,5 procent reallt med hänvisning till lågränteläget. Därmed har alla fonderna fr.o.m. 2015 långsiktiga målsättningar på mellan 4,0 procent och 4,5 procent per år i reala termer.

Den starka utvecklingen på aktiemarknaderna de senaste åren, i synnerhet den svenska, innebär att Första–Fjärde AP-fonderna uppnår sina respektive avkastningsmål för fem- och tioårsperioden. Även sedan starten 2001 har alla fonderna förutom Andra AP-fonden uppnått sina långsiktiga avkastningsmål. Det är dock viktigt att notera att orsaken till att Andra AP-fonden inte uppnått sitt avkastningsmål sedan starten är att fonden haft ett högre avkastningsmål än övriga fonder. Observera att AP-fondernas mål i figur 5.3 nedan i förekommande fall räknats om i nominella termer.

**Figur 5.3 Avkastning och mål Första–Fjärde AP-fonden (procent)**



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.  
 4 Ej applicerbart då avkastningsmåten följs upp på en period som överskrider ett år.  
 KÄLLA: Första till Fjärde AP-Fonden; McKinsey-analys

Figuren ovan visar att spridningen i avkastning mellan Första–Fjärde AP-fonderna minskar med tidshorisonten. Under de längre tidsperioderna är spridningen mellan fonderna begränsad. För femårsperioden stiger den till 2,0 procentenheter för att under 2015 uppgå till 2,8 procentenheter.

Det är i och för sig naturligt att spridningen i avkastning blir mindre ju längre tidsperiod som betraktas. Delvis beror dock den ökade spridningen i avkastning även på fondernas fortlöpande arbete med att utveckla sina respektive förvaltningsmodeller och investeringsstrategier. Sedan 2008 har fonderna genomfört viktiga förändringar, t.ex. vad gäller arbetssätt och ökat fokus på medelfristiga strategiska allokeringarbeslut i förhållande till kortsiktig aktiv förvaltning och ökat mandat för verkställande direktör att fatta strategiska investeringsbeslut.<sup>9</sup>

Inom ramen för den samlade förskjutningen i tillgångsallokering – en minskad andel räntetillgångar till förmån för investeringar i alternativa tillgångar – har fonderna alltmer divergerat i hur tillgångarna fördelas mellan olika tillgångsslag. Det illustreras t.ex. av att Fjärde AP-fonden har 56 procent aktier i portföljen (varav 18 procent svenska aktier) och 10 procent i alternativa tillgångar (varav 7 procentenheter fastigheter), medan Första AP-fonden har 39 procent aktier och 29 procent alternativa tillgångar i portföljen. Även Andra och Tredje AP-fonderna har fortsatt öka sin andel alternativa tillgångar, som uppgår till 24 respektive 23 procent av respektive fonds totala tillgångsmassa. Dessa två fonder har i dag en liknande fördelning mellan räntor och aktier i övrigt men skillnaderna är stora i fråga om strategi och allokering inom ramen för de olika tillgångsslagen. Andra AP-fonden har t.ex. en betydande allokering till tillväxtmarknader både när det gäller aktier och obligationer. Effekten av fondernas alla förvaltningsbeslut har blivit en ökad spridning i tillgångsallokeringen mellan Första–Fjärde AP-fonderna. Sammantaget

<sup>9</sup> McKinsey, bilaga 9.

hjälpes ökat strategiskt fokus och strategiska allokeringsförändringar till att förklara utfall och spridning i avkastning de senaste åren.

Regeringen ser positivt på förhållandet att Första–Fjärde AP-fonderna alltmer kommit att fokusera på de mer långsiktiga strategiska besluten i förhållande till det kortfristiga perspektivet. Det är primärt det strategiska perspektivet och den övergripande tillgångsallokeringen som bestämmer hur avkastning och risk utvecklas i den samlade kapitalförvaltningen.

Regeringen ser även positivt på den ovan nämnda spridningen av allokering av Första–Fjärde AP-fondernas tillgångar, som är ett resultat av Första–Fjärde AP-fondernas alltmer diversifierade förvaltningsmodeller. Detta bedöms bidra till ökad riskspridning i buffertkapitalet. Regeringen anser dock att det är viktigt att AP-fonderna kritiskt granskar respektive fonds valda förvaltningsmodell löpande, för att kontinuerligt identifiera möjligheter till förbättringar.

### *Alternativa tillgångar*

Första–Fjärde AP-fonderna har successivt ökat tillgångsallokeringen till alternativa investeringar, såsom fastigheter, riskkapital, hedgefonder, konvertibler, jordbruk, och infrastruktur från omkring 3 procent under perioden 2001–2005 till 10 procent 2010 och 21 procent 2015. Fondernas ökade allokering till alternativa investeringar grundar sig delvis på ett arbete med att utveckla respektive fonds förvaltningsmodell för att nå större diversifiering och därmed bättre möjlighet till avkastning. Enligt McKinsey har AP-fondernas allokering till alternativa investeringar bidragit positivt till totalavkastningen. McKinsey bedömer att under perioden 2011–2015 har vissa alternativa tillgångar för några av AP-fonderna haft en avkastning som varit runt den dubbla jämfört med den övriga portföljen. Under 2015 bidrog alternativa investeringar med mellan 1,9 och 2,6 (framför allt driven av starkt utveckling i avkastning för fastigheter och riskkapital) procentenheter av totalavkastningen som uppgick till mellan 4,0 och 6,8 procent. Eftersom alternativa tillgångar i framför allt Första, Andra och Tredje AP-fonderna har blivit en betydande andel av den totala portföljen så finns det anledning att mer i detalj analysera bidraget till nettoavkastning (dvs. efter kostnader) från alternativa investeringar. De beräkningar som McKinsey har gjort är inte jämförbara mellan AP-fonderna och inte heller kompletta för de längre tidsperioderna. Dessutom är det viktigt att analysera i vilken utsträckning alternativa tillgångar har lett till en diversifiering av risken i placeringarna, eftersom det har varit ett viktigt argument för en ökad allokering till alternativa tillgångar.

McKinsey konstaterar i en rekommendation i årets utvärdering att det finns anledning för Första–Fjärde AP-fonderna att införa en gemensam och tydlig klassificering av alternativa tillgångar, eftersom definitionen inte är konsistent i dag. Det gör jämförelser och analyser av alternativa tillgångar svårare.

Regeringen anser att det är lämpligt att Första–Fjärde AP-fonderna utarbetar en gemensam definition för vad som ska klassificeras som alternativa tillgångar. Därefter bör Första–Fjärde AP-fonderna redovisa sina tillgångar i enlighet med denna definition för att underlätta utvärdering och analys av fondernas innehav i alternativa tillgångar både



när det gäller bidrag till nettoavkastning efter kostnader och till diversifieringen av portföljerna. Regeringen ser nämligen ett behov av att fördjupa analysen kring vilket bidrag alternativa tillgångar har till portföljen i form av diversifiering och bidrag till avkastning efter kostnader.

### *Valutaeffekter 2015*

En aspekt när det gäller allokering mellan svenska och utländska tillgångar är valutaeffekter. En AP-fond får inte utsätta mer än maximalt 40 procent av sina tillgångar för valutarisk, även om en större andel av kapitalet är investerat i utländska tillgångar. Hur fonderna hanterar sin valutaposition kan få betydande effekter på avkastningen under kortare perioder då valutakurser förändras. En jämförelse fonderna emellan kring vilket bidrag valutapositioner ger till avkastningen försvåras av att fonderna redovisar valutaeffekter på olika sätt. Under 2015 skiljde sig utfallet i bidrag från valutapositioner åt. Till exempel hade valutaeffekter ingen påverkan på totalavkastningen för Andra AP-fonden under 2015 medan de för Tredje och Fjärde AP-fonderna utgjorde 2 procentenheter av den totala avkastningen. Valutaeffekter kan inte förväntas vara uthålliga över tid, utan variera betydligt mellan år och mellan AP-fonderna och kan därmed inte förväntas vara ett bestående bidrag till den långsiktiga avkastningen från buffertkapitalet.

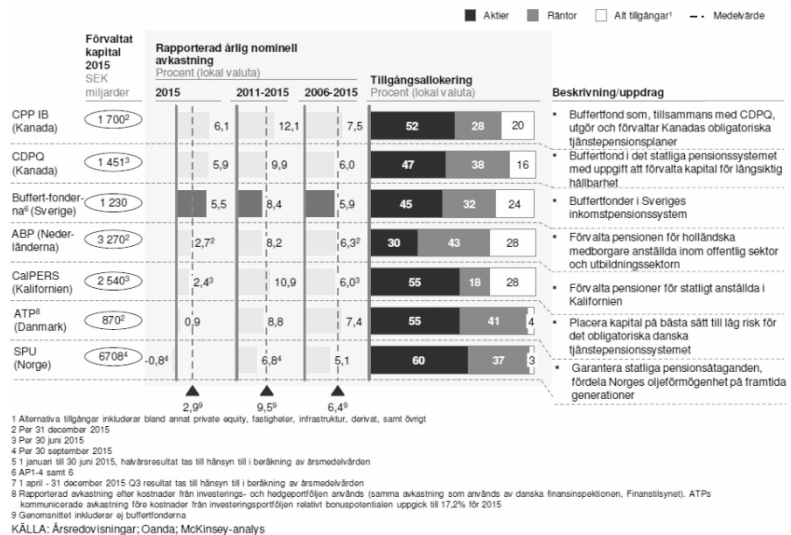
### *Internationell jämförelse*

Buffertfonderna kan jämföras med ett antal utländska pensionsfonder som har liknande uppdrag i respektive lands pensionssystem. En direkt jämförelse försvåras dock av stora skillnader när det gäller organisation, placeringsregler, investeringsinriktning och valutaeffekter (avkastningen redovisas i lokal valuta för respektive pensionsfond) etc. Dessutom är statistiken i figur 5.4 från olika datum, eftersom vissa internationella institutioner rapporterar senare än vad AP-fonderna gör. Det innebär sammantaget en begränsad jämförbarhet mellan pensionsfonderna i urvalet i figuren. Det finns därför skäl att inte dra för stora växlar på en sådan jämförelse utan det ska snarare betraktas som en indikation på hur väl buffertfonderna presterat.

I det fall en jämförelse ändå görs bör fokus vara på den långsiktiga avkastningen. Under perioden 2006–2015 avkastade buffertfonderna 5,9 procent, vilket är något lägre än snittet, 6,4 procent, för de förvaltare som fonderna jämförs med, men är i linje med nivån på avkastningen i CalPERS (USA) och CDPQ (Kanada) se figur 5.4. AP-fonderna har i dag en tillgångsallokering som är jämförbar med tillgångsallokeringen hos de amerikanska och kanadensiska förvaltarna. Så var dock inte fallet i början av den jämförda perioden, eftersom AP-fonderna relativt nyligen ökat allokeringen till alternativa tillgångar. AP-fonderna har i dag en betydligt högre andel alternativa tillgångar än de nordiska jämförelseobjekten, ATP (Arbetsmarknadens tilläggs pension) och SPU (Statens Pensionsfond utland), vilket även det försvårar jämförelser. Under perioden 2006–2015 överträffades buffertfondernas resultat dock av ATP, som generade en avkastning om 7,4 procent. ATP har under perioden haft en särskild strategi när det gäller ränteexponering och har

gynnats av trendmässigt fallande räntor. Under 2015 innebar denna strategi dock en betydligt lägre avkastning, 0,9 procent, jämfört med avkastningen om 7,4 procent under tioårsperioden. SPU genererade 5,1 procent i avkastning under tioårsperioden 2006–2015, medan avkastningen var negativ 2015. SPU har en betydande andel (60 procent) av tillgångarna i aktier och dessutom bara i globala aktier. SPU får inte investera i norska tillgångar, vilket försvårar jämförelsen av avkastningen mellan SPU och AP-fonderna.

**Figur 5.4 Buffertfondernas avkastning jämfört med valda utländska pensionsfonder**



### Första AP-fonden

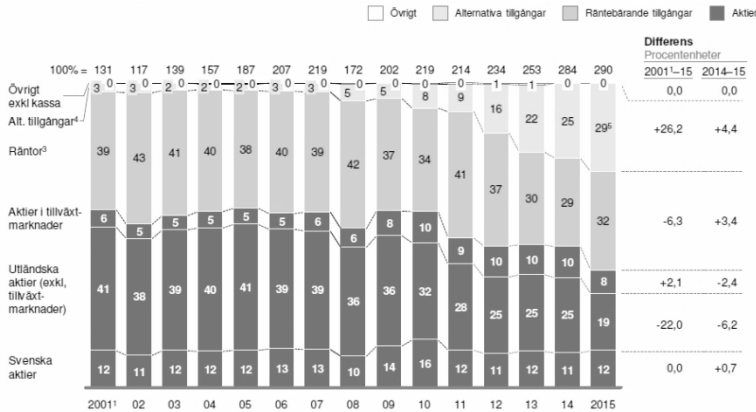
Första AP-fondens fondkapital uppgick till 290 miljarder kronor vid slutet av 2015. Fondens genomsnittliga avkastning för tioårsperioden 2006–2015 uppgick till 5,5 procent nominellt per år (efter kostnader), vilket innebar att Första AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga mål för den senaste tioårsperioden. Första AP-fonden införde ett nytt mål fr.o.m. den 1 januari 2015, om en genomsnittlig real avkastning efter kostnader på 4,0 procent per år över en tioårsperiod i stället för det tidigare målet om en genomsnittlig nominell avkastning efter kostnader på 5,5 procent per år mätt över en tioårsperiod.

Första AP-fonden har under 2015 inte ändrat den strategiska allokeringen, men den faktiska tillgångsallokeringen till aktier hade vid 2015 års slut minskat från 46 till 38 procent från samma tidpunkt 2014 medan alternativa tillgångar hade ökat från 25 till 29 procent. Alternativa tillgångar inkluderar bl.a. investeringar i hedgefonder, fastigheter, riskkapitalbolag och en s.k. riskparitetsportfölj. Den ökande andelen var främst drivet av ett antal större investeringar inom infrastruktur och fastigheter såsom investeringen av 12,5 procent i Ellevio (tidigare Fortum) och ett strategiskt partnerskap mellan Andra AP-fonden och

TIAA (The Teachers Insurance and Annuity Association) om en portfölj om cirka 37 miljarder i europeiska konstorsfastigheter.

Första AP-fonden införde en uppdaterad förvaltningsmodell fr.o.m. den 1 januari 2015 bestående av en övergripande tillgångsallokering som beslutas årligen av styrelsen och verkställs av fonden dels genom en strategisk tillgångsfördelning med omkring tio års investeringshorisont, dels genom en dynamisk allokering och operativ förvaltning med noll till fem års investeringshorisont.

**Figur 5.5 Första AP-fondens tillgångsallokering 2001 till 2014 (procent av totala tillgångar, 100 % = SEK miljarder)<sup>1, 2</sup>**



<sup>1</sup> 1 juli 2001  
<sup>2</sup> Den faktiska allokeringen den 31 december varje år  
<sup>3</sup> Inklusive kassa, Tak och SALA. Riskenportföljen som inkluderar i Alternativa tillgångar innehåller ~52% räntebärande papper  
<sup>4</sup> 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  
<sup>5</sup> Alternativa tillgångar (~29%) bestod av fastigheter och infrastruktur (~14%), hedgefonder (~5%) och private equity (~5%) samt riskparitetsportföljen (~4%) den 31 december 2015  
 KÄLLA: Första AP-fonden; McKinsey-analys

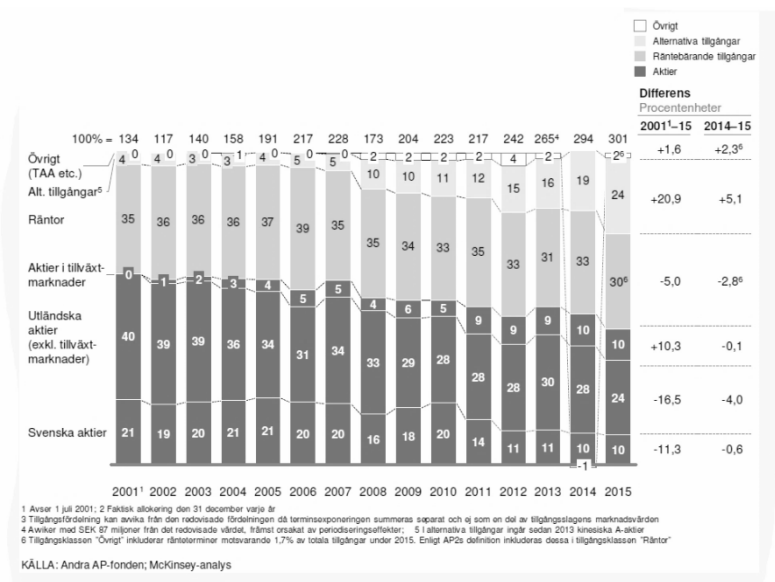
**Andra AP-fonden**

Andra AP-fondens fondkapital uppgick till 301 miljarder kronor vid slutet av 2015. Fondens genomsnittliga avkastning för tioårsperioden 2006–2015 uppgick i genomsnitt till 5,8 procent per år (efter kostnader), vilket understeg något fondens långsiktiga avkastningsantagande. Under tioårsperioden har detta mål varierat mellan 4,0–5,0 procent realt. Med en genomsnittlig inflation om 1,5 procent under tioårsperioden, motsvarar detta enligt McKinseys beräkningar ett justerat avkastningsmål om 6,2 procent. Andra AP-fonden har fr.o.m. den 1 januari 2015 justerat ned det långsiktiga reala avkastningsantagandet från 5 till 4,5 procent. Förändringen är en följd av lägre förväntade räntor även i det långa perspektivet.

Andelen räntebärande tillgångar minskade marginellt under 2015 till 32 procent (33 procent året innan). Allokeringen till globala aktier i mogna marknader minskade, vilket ledde till att andelen aktier sjönk från 48 procent från 44 procent jämfört med 2014. Fonden har fortsatt en hög exponering mot tillväxtmarknader inom alla tillgångsslag.

Fonden har även fortsatt att öka vikten av alternativa tillgångar från 19 procent till 24 procent, vilket främst påverkades av ytterligare investeringar i fastigheter och kinesiska A-aktier.

**Figur 5.6 Andra AP-fondens tillgångsallokering 2001 till 2014 (procent av totala tillgångar, 100 % = SEK miljarder)<sup>1</sup>**



### Tredje AP-fonden

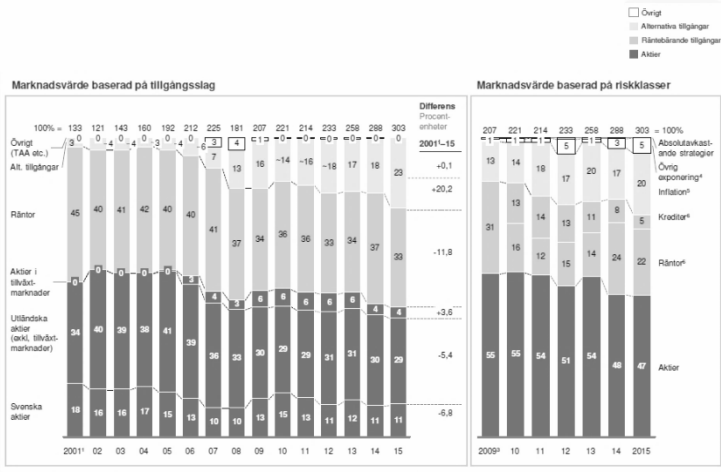
Tredje AP-fondens fondkapital uppgick till 303 miljarder kronor vid slutet av 2015. Fondens genomsnittliga avkastning för tioårsperioden 2006–2015 uppgick till 5,8 procent per år (efter kostnader), vilket översteg fondens långsiktiga mål om 5,5 procent per år. Detta baseras på ett underliggande mål om 4,0 procent real avkastning och inflation i genomsnitt om 1,5 procent under tioårsperioden.

Tredje AP-fondens styrelse beslutar om fondens strategiska portfölj utifrån sex riskklasser: aktier, räntor, kredit, inflation, valuta och absolutavkastande strategier (Under 2015 slog Tredje AP-fonden ihop riskklasserna Övrig Exponering och Absolutavkastande strategier). Fonden har därmed ett koncept som skiljer sig från de övriga Första-Fjärde AP-fonderna. Fondens verkställande direktör ges mandat att genomföra strategin inom ramen för vissa exponeringsintervall mot en riskklass.

I termer av riskklasser hade Tredje AP-fonden en fördelning på 47 procent aktier vid slutet av 2015, vilket var en marginell minskning från 48 procent vid slutet 2014. Allokeringen till riskklassen räntor minskade från 24 till 22 procent och till riskklass krediterna från 8 till 5 procent. Däremot ökade allokeringen till riskklassen inflation från 17 till 20 procent på grund av utökade investeringar framför allt inom infrastruktur och fastigheter.

En omvandlad, mer traditionell, tillgångsklassificering finns i figur 5.7 nedan. Aktier står då för 44 procent, räntor för 33 procent och alternativa tillgångar för 23 procent.

**Figur 5.7** Tredje AP-fondens tillgångsallokering 2001 till 2014 (procent av totala tillgångar, 100 % = SEK miljarder)<sup>1</sup>



<sup>1</sup> 1 juli 2001; 2 2010 skedde en övergång från tillgångsallokering till allokering enligt riskklass; 3 Allokering baserad på riskklass enligt 2010 års förvaltningsmodell; 4 Irom övrig exponering ingår uppbyggda resultat från valutasponering, indexlärade tillgångar, konverbera, divergerande och makrostrategier; 5 Inflation utgörs av realränteb obligationer samt investeringar i skog, jordbruk, infrastruktur och fastigheter; 6 Utländskningen mellan räntor och krediter förändrades under 2010; Krediter består huvudsakligen av banklån och företagsobligationer. För 2009 redovisas därför den sammantagna allokeringen och för 2010 och framåt visas den uppdelade; 7 Tillgångsallokeringen för 2010-2015 är indikativ då en exakt konvertering av riskklasser till tillgångsklasser ej kan göras; 8 Alternativa investeringar (23,2%) består av fastigheter (8,3%), privat equity och infrastruktur (9,1%) samt nya strategier (5,8%) som i sin tur består av life sciences, hedge, agri, valuta och övrig exponering

KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

**Fjärde AP-fonden**

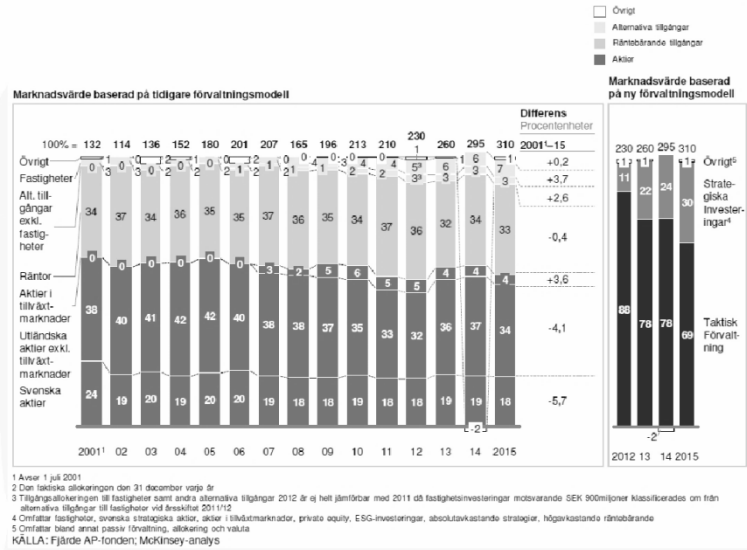
Fjärde AP-fondens fondkapital uppgick till 310 miljarder kronor vid slutet av 2015. Fondens genomsnittliga avkastning för tioårsperioden 2006–2015 uppgick till 6,7 procent per år (efter kostnader), vilket översteg fondens långsiktiga mål. Det underliggande målet i form av real avkastning uppgår till 4,5 procent och justerat för 1,5 procents inflation under tioårsperioden motsvarar det ett nominellt mål om 6,0 procent per år.

Fjärde AP-fonden arbetar på lång sikt med långportföljen med en tidshorisont på 40 år, och den beslutas av styrelsen en gång per år. Normalportföljen kompletteras med strategisk förvaltning med en horisont på 3–15 års sikt. Den strategiska förvaltningen utgår från normalportföljen och är baserad på medelfristig marknadsanalys och portföljanslys. Taktisk förvaltning på upp till 3 års tidshorisont är också en viktig komponent i fondens förvaltningsmodell.

Under 2015 har Fjärde AP-fonden minskat exponering mot noterade aktier med drygt 2 procentenheter och samtidigt ökat exponering mot räntebärande tillgångar och fastigheter med 1 procentenhet vardera. Inom ramen för räntebärande tillgångar minskade exponeringen mot kreditobligationer med drygt 3 procentenheter, medan den ökade mot statsobligationer med motsvarande andel.

Figur 5.8

**Fjärde AP-fondens tillgångsallokering 2001 till 2015 (procent av totala tillgångar, 100 % = SEK miljarder)<sup>1</sup>**



*Första–Fjärde AP-fondernas finansiella risk*

För att kunna göra en rättvisande bedömning av Första–Fjärde AP-fondernas avkastning är det viktigt att även studera den finansiella risken. Graden av risktagande kompletterar bilden av fondernas förvaltning och på vilket sätt fonderna fullgör sina uppdrag inom inkomst-pensions-systemet. Nedan redovisas Första–Fjärde AP-fondernas riskjusterade avkastning i termer av sharpekvoter (se faktaruta 5.1), som tar hänsyn till marknadsrisken och risken för att värdet på en tillgång förändras av förändringar i värderingen av de underliggande tillgångarna. Dessa beräknade sharpekvoter kan avvika från fondernas egna redovisade värden då samma definition av riskfri ränta använts för samtliga fonder över hela tidsperioden. Historiskt har dock fonderna använt olika definitioner av riskfri ränta. Från och med 2014 har Första–Fjärde AP-fonderna använt samma definition för riskfri ränta.

**Tabell 5.3 Första–Fjärde AP-fondernas riskjusterade avkastning (sharpekvot totalportfölj)<sup>1</sup> 2015, femårsperiod 2011–2015, tioårsperiod 2006–2015 och juli 2001 till 2015 (procent)**

Skr. 2015/16:130

	2015	2014	2011–2015	2006–2015	2001–2015
AP1	0,5	2,6	1,1	0,5	0,5
AP2	0,5	2,5	1,0	0,5	0,5
AP3	1,0	2,8	1,2	0,6	0,6
AP4	0,8	2,5	1,2	0,6	0,5

Not 1: Sharpekvot på Första–Fjärde AP-fondernas totalportfölj. Liknande mönster kan utläsas av sharpekvoten på fondernas likvidportföljer.

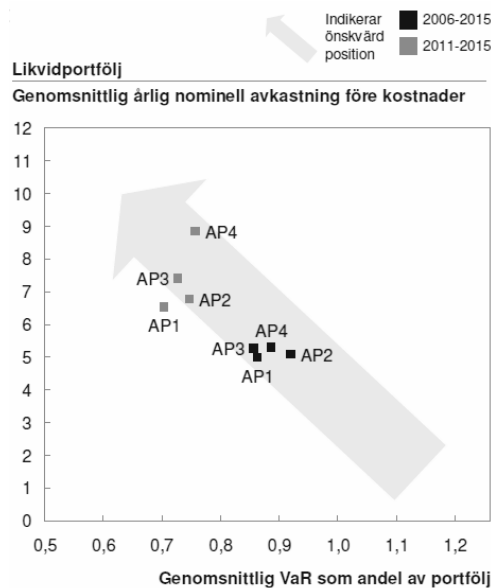
Not 2: Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, med svensk 12 mån skuldväxel 2001–2010 och 2-årig statsobligation 2011–2013 samt 260 handelsdagar per år.

Källa: McKinsey, bilaga 9.

Den höga genomsnittliga riskjusterade avkastningen under den senaste femårsperioden förklaras av en stark utveckling på aktiemarknaden. För femårsperioden var skillnaderna i den riskjusterade avkastningen liten mellan de olika fonderna. Under 2015 var skillnaderna större då den riskjusterade avkastningen varierade mellan 0,5 procent för Första och Andra AP-fonderna, 0,8 procent för Fjärde AP-fonden och 1,0 procent för Tredje AP-fonden.

McKinsey har även studerat portföljernas risk i termer av Value-at-Risk (VaR), som anger den maximala förlust som portföljen med en viss sannolikhet riskerar göra under en viss tidsperiod. Under den senaste tioårsperioden har skillnaderna mellan Första–Fjärde AP-fonderna varit relativt små, medan skillnaderna under den senaste femårsperioden har varit något större. Fjärde AP-fondens högre avkastning både i totalportföljen och i likvidportföljen har skapats genom att ta en högre risk uttryckt som VaR (se figur 5.9). McKinsey konstaterar att även om volatilitet och VaR är vedertagna mått på risk, finns det en debatt kring i vilken utsträckning måtten är relevanta för att mäta risk för en pensionsfond med lång tidshorisont och utan solvenskrav.

Regeringen anser att AP-fonderna bör fortsätta arbeta för att vidareutveckla hur risken i förvaltningen mäts på ett lämpligt sätt i en pensionsfond. Enhetlighet i rapportering ökar jämförbarheten. Generellt anser dock regeringen att det är positivt att Första–Fjärde AP-fonderna har olika preferenser för avvägningen mellan avkastning och risk. Sammantaget ökar det riskspridningen och robustheten i statens samlade fonderade buffertkapital.



Not 1: Value at Risk (VaR) är ett riskmått som med 95 procents sannolikhet anger en portföljs maximala förlust under en specifik tidsperiod.

Not 2: Jämförelse visar ungefär samma mönster för totalportföljen.

Källa: McKinsey, bilaga 9.

### Faktaruta 5.1 Risk- och avkastningsmått

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

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

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

Avkastningen på det totala fondkapitalet beräknas som en **kapitalvägd avkastning** i form av en internränta (internal rate of return, IRR). Därmed beaktas inte bara ingående och utgående fondkapital utan också effekterna av alla flöden till och från den aggregerade buffertfonden. Dessa flöden, som i normalfallet består av inbetalning av pensionsavgifter, utbetalning av pensioner samt administrations-



kostnader, administreras av Pensionsmyndigheten. Den kapitalvägda avkastningen ger ett korrekt uttryck för den procentuella avkastning som har kommit pensionssystemet till del, justerad för flödeseffekter, och kan därför jämföras med inflationen eller med andra förvaltares resultat. Alternativet är att beräkna en **tidsvägd avkastning**, som bortser från konsekvenserna av flöden. Den tidsvägda avkastningen mäter den hypotetiska avkastning som skulle ha blivit resultatet om det inte förekommit några flöden alls. Detta senare mått anses vara relevant vid utvärdering av fondförvaltare, eftersom dessa inte rör över andelsägarnas beslut att köpa och sälja fondandelar. AP-fonderna rapporterar en tidsvägd avkastning, eftersom de inte har inflytande över in- och utbetalningar av pensionsavgifter och pensioner.

## 5.2.2 Aktiv förvaltning

**Regeringens bedömning:** Första–Fjärde AP-fondernas aktiva förvaltning brister i jämförbarhet över tid och det är därför svårt att dra några långtgående slutsatser kring denna. Det kan dock konstateras att resultaten för Första–Fjärde AP-fondernas aktiva förvaltning har förbättrats den senaste femårsperioden. Andra och Fjärde AP-fonderna har mål för den aktiva avkastningen och båda fonderna uppnår respektive fonds mål för femårsperioden 2011–2015. För 2015 är det enbart Andra AP-fonden som uppnår målet. Avkastningen från den aktiva förvaltningen utgör dock en begränsad del av den totala avkastningen. Det är främst strategiska beslut och den övergripande tillgångsallokeringen som förklarar den största delen av utvecklingen av resultat och risk i AP-fondernas kapitalförvaltning.

**Regeringens bedömning i föregående års skrivelse:** Första–Fjärde AP-fondernas aktiva förvaltning brister i jämförbarhet över tid och det är svårt att dra långtgående slutsatser. Betydelsen av den aktiva förvaltningen bör inte överdrivas, eftersom resultaten, enligt de beräkningar som McKinsey gör baserat på det tillgängliga underlaget, utgör en begränsad del av fondernas samlade resultat. Enligt McKinseys beräkningar uppgick dess andel av resultatet år 2014 till drygt 4 procent av resultatet, vilket var en ökning från ett bidrag om 2 procent under 2013. De strategiska besluten och den övergripande tillgångsallokeringen förklarar i stället den största delen av utvecklingen av resultat och risk i AP-fondernas kapitalförvaltning. Första–Fjärde AP-fondernas strävan att i ökad utsträckning fokusera på medelfristiga strategiska allokeringsbeslut i förhållande till kortsiktig aktiv förvaltning välkomnas.

Resultaten som genererats av Första–Fjärde AP-fondernas aktiva förvaltning har förbättrats de senaste åren, både de årliga utfallen och på femårssikt. Andra och Fjärde AP-fonderna, som redovisar riskjusterade mått, har nått sina mål och en överavkastning i förhållande till tagna risker. Det är viktigt att AP-fonderna är transparenta i redovisningen av resultatet för den aktiva förvaltning som bedrivs inom fonderna.

**McKinsey:** Första–Fjärde AP-fonderna har över tid utvecklat sina förvaltningsmodeller. Som följd av detta definierar och arbetar fonderna i dag på olika sätt med aktiv förvaltning. Det försvårar historiska

jämförelser av aktiv avkastning samt jämförelser mellan fonderna. Flera av fonderna definierar i dag aktiv avkastning som meravkastning från totalportföljen jämfört med sina respektive jämförelseportföljer. Under 2015 samt under den senaste femårsperioden genererade samtliga fonder en positiv avkastning från sin aktiva förvaltning före kostnader.

**Skälen för regeringens bedömning:** Aktiv förvaltning i skrivelsen definieras i linje med McKinseys grundläggande utvärdering, dvs. aktiv förvaltning avser avvikelser mot jämförelseindex i syfte att tjäna pengar. McKinsey noterar att Första–Fjärde AP-fonderna har olika mål och arbetar med aktiv förvaltning på olika sätt. Därtill har fondernas definitioner ändrats vid flera tillfällen, vilket försvårar jämförelse mellan fonderna och över tid. Flera av fonderna har dessutom under de senaste åren minskat fokus på traditionell aktiv förvaltning relativt strategisk och taktisk tillgångsallokering.

Fjärde AP-fonden har mål för den aktiva avkastningen, dels att den strategiska aktiva avkastningen ska överstiga index med 0,75 procent för en femårsperiod, dels att den taktiska förvaltningen ska skapa 0,5 procentenheter avkastning över den strategiska portföljen per år i genomsnitt över en treårsperiod.

Även Andra AP-fonden har ett explicit mål för sin aktiva förvaltning och det är att den ska uppgå till 0,5 procent avkastning. Andra och Fjärde AP-fonderna uppnår inte sitt mål för aktiv avkastning under tioårsperioden 2005–2014 eller sedan start 2000. Under femårsperioden mellan 2011–2015 var den aktiva avkastningen för Andra AP-fonden 0,6 procent och för Fjärde AP-fonden 0,5 procent, vilket däremot innebär att båda fonderna uppnådde sina respektive mål under denna period. Under 2015 genererade Andra och Fjärde AP-fonderna aktiv avkastning om 1,0 respektive 0,1 procent, vilket innebär att Andra AP-fonden uppnådde sitt mål under 2015, men inte Fjärde AP-fonden.

Första och Tredje AP-fonderna säger sig inte bedriva aktiv förvaltning i traditionell mening sedan 2010, men det bör noteras att McKinsey ändå redovisar uppgifter för dessa fonder i de fall där förvaltningssegment passar in i definitionen ovan. I det här sammanhanget ingår t.ex. resultatet av Tredje AP-fondens absolutavkastande strategier och avvikelser från jämförelseindex för den passiva förvaltningen.

**Tabell 5.4 Första–Fjärde AP-fondernas aktiva avkastning 2011–2015 (procentenheter)**

	2015	2014	2013	2012	2011	2011–2015
AP1	0,8	0,7	0,2	1,2	-0,2	0,5
AP2	1,0	0,5	0,5	1,2	-0,2	0,6
AP3	0,2	0,4	0,4	0,9	0,0	0,4
AP4	0,1	0,7	0,5	1,0	0,2	0,5

Källa: McKinsey, bilaga 9.

Fondernas aktiva förvaltning gav enligt McKinseys redovisning ett resultatintervall på 0,1–1,0 procent för 2015. Samtliga fonder visar även positiv avkastning på 0,4–0,6 procent under femårsperioden (2011–2015).

Ett mer ändamålsenligt sätt att utvärdera den aktiva förvaltningen är att sätta resultatet i förhållande till risken. Informationskvoten anger överavkastning (s.k. aktiv avkastning) per enhet risk där måttet anger i hur hög grad en förvaltare avviker från ett jämförelseindex (se faktaruta 5.1). En hög informationskvot för en fond indikerar hög överavkastning i förhållande till avvikelseerna från jämförelseindex. Det är positivt att Andra och Fjärde AP-fonderna publicerar detta mått på ett jämförbart sätt, eftersom det möjliggör genomlysning av fondernas resultat. Andra och Fjärde AP-fondernas informationskvot uppgick till 1,8 för Andra AP-fonden och 1,4 för Fjärde AP-fonden under perioden 2011–2015. För 2015 var utfallet 2,4 respektive 0,2. Även Tredje AP-fonden redovisar informationskvot men eftersom Tredje AP-fonden inte bedriver aktiv förvaltning i traditionell mening är denna informationskvot inte jämförbar med de för Andra och Fjärde AP-fonderna redovisade informationskvoterna. Den är därför inte redovisad i tabellen nedan.

**Tabell 5.5 Informationskvot avseende Första–Fjärde AP-fondernas aktiva förvaltning 2011–2015 och 2006–2015**

	2015	2014	2013	2012	2011	2011–2015	2006–2015
AP1	-	-	-	-	-	-	-
AP2	2,4	1,7	1,6	4,2	-1,0	1,8	1,2
AP3	-	-	-	-	-	-	-
AP4	0,2	2,9	2,0	2,3	0,5	1,4	0,5

Not. Underlag saknas för att beräkna genomsnittlig informationskvot för Första och Tredje AP-fonderna.  
Källa: McKinsey, bilaga 9.

Regeringen har varit tveksam till Första–Fjärde AP-fondernas aktiva förvaltning, främst till den del förvaltningen syftar till att överträffa marknadens genomsnittliga avkastning (s.k. aktiv förvaltning).

Regeringen noterar dock att utfallen för den aktiva förvaltningen har förbättrats de senaste åren – både de årliga utfallen och under femårsperioden. Samtliga fonder täcker, enligt den utvärdering som McKinsey redovisar, mer än väl kostnaderna för aktiv (och övrig) förvaltning under den senaste femårsperioden. Andra och Fjärde AP-fonderna, som även redovisar tydliga riskjusterade mål och mått, har nått sina avkastningsmål och en överavkastning i förhållande till de risker de tagit (i termer av informationskvot). Det bör också noteras att det finns kvalitativa argument som talar till förmån för aktiv förvaltning, t.ex. det att fonderna genom förvaltningen även får tillgång till information som kan utnyttjas produktivt i den mer strategiska och långsiktiga tillgångsförvaltningen.

Regeringen kan dock konstatera att det är svårt att dra några långtgående slutsatser om utfallen i den aktiva förvaltningen i Första–Fjärde AP-fonderna. Samtliga fonder har under utvärderingsperioden ändrat sina definitioner, vilket minskar jämförbarheten över tid.

Dessutom skiljer sig definitionerna åt mellan fonderna.<sup>10</sup> En slutsats är att fondernas metoder och redovisning behöver utvecklas framöver, om mer kvalificerade bedömningar om resultatbidraget från den aktiva förvaltningen ska kunna göras.

Betydelsen av den aktiva förvaltningen för Första–Fjärde AP-fondernas resultatutveckling bör heller inte överdrivas. Strategiska beslut och den övergripande tillgångsallokeringen dominerar när det gäller hur avkastning och risk utvecklas i den samlade kapitalförvaltningen. Det är också tydligt att Första–Fjärde AP-fonderna de senaste åren alltmer kommit att fokusera på de medelfristiga strategiska allokeringsbesluten i förhållande till de mer kortfristiga perspektiven – vilket regeringen välkomnar.

### 5.3 Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning

**Regeringens bedömning:** Sjätte AP-fondens avkastning 2006–2015 på 5,7 procent överstiger utvecklingen i inkomstpensionsindex om 3,0 procent, men var under fondens avkastningsmål som baseras på index för noterade bolag. Sjätte AP-fondens uppdrag och portföljsammansättning försvårar dock en sådan jämförelse. Fondens strategiska omriktning mot ökade investeringar i mogna bolag, som påbörjades 2011, framstår som välgrundad. Utvecklingen har varit fortsatt stark inom mogna bolag under 2015 såväl som under de längre utvärderingsperioderna.

**Regeringens bedömning i föregående års skrivelse:** Sjätte AP-fondens avkastning på 6,5 procent 2014 översteg inkomstpensionsindex men var lägre än det mål som fondens styrelse har fastställt i form av ett index för noterade aktier. Det strategiskifte som fonden har genomfört sedan 2011 mot investeringar i mogna bolag är för tidigt att utvärdera, men regeringen ser positivt på det konsekventa genomförandet av denna strategi.

**McKinsey:** Sjätte AP-fondens utveckling motsvarar en avkastning efter kostnader på 5,0 procent per år för perioden 1997–2015, 5,7 procent per år för perioden 2006–2015 samt 5,8 procent per år för perioden 2011–2015. Avkastningen under 2015 var 12,2 procent. Detta innebär att fonden inte har nått upp till styrelsens nya avkastningsmål under någon av dessa tidsperioder. Det är 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. Sjätte AP-fondens uppdrag och portföljsammansättning samt att fonden är sluten försvårar även en direkt jämförelse av fondens avkastning med externa benchmark. Som referens kan dock nämnas att fondens avkastning under den senaste tioårsperioden 2006–2015 varit lägre än index för noterade svenska småbolag

<sup>10</sup> McKinsey, bilaga 9.

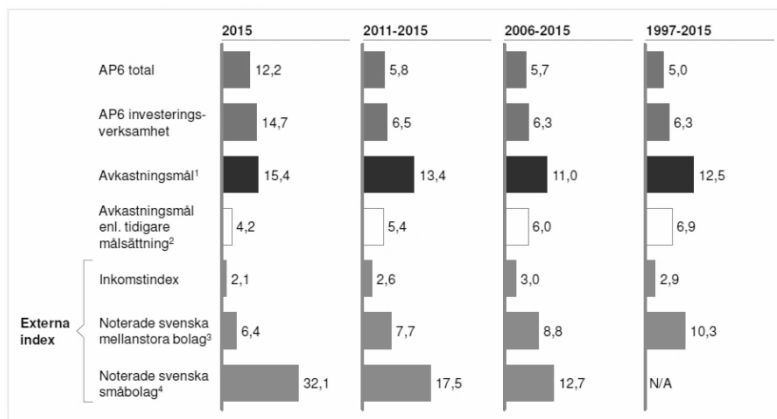
(MSCI Swedish Small Cap) och svenska mellanstora bolag (MSCI Swedish Mid Cap), men högre än inkomstindex. Skr. 2015/16:130

**Skälen för regeringens bedömning:** Sjätte AP-fonden är en av de fem buffertfonderna i det svenska inkomstpensionssystemet, men den skiljer sig från de andra fyra i flera avseenden. Sjätte AP-fondens uppdrag är, enligt styrelsens tolkning, att uppnå långsiktigt hög avkastning med tillfredsställande riskspridning genom att investera i riskkapital, dvs. onoterade företag. Sjätte AP-fonden är en sluten fond, vilket innebär att fonden inte har några in- eller utflöden via pensionssystemet.

### *Sjätte AP-fondens resultat*

Sjätte AP-fondens verksamhet har sedan starten 1996 genomgått flera förändringar. År 2011 genomfördes omfattande förändringar i styrelsen, ledning och organisationsstrukturen och verksamheten fick en tydligare strategisk inriktning. Strategin innebär att AP-fondens investeringar fokuseras på det s.k. buyout-segmentet (mogna bolag) där marknaden, liksom AP-fondens, historik när det gäller avkastning gör det rimligt att förvänta sig en god avkastning framöver. Under 2015 fortsatte det förändringsarbete som påbörjades 2011. Ett antal större transaktioner genomfördes under 2015. Avtal ingicks om en försäljning av Volvofinans Bank AB, en ny saminvestering i Sivantos genomfördes och Tobii börsnoterades.

Sjätte AP-fondens kapital har vuxit från 10,4 till 26,4 miljarder kronor under perioden 1996–2015. Portföljen har som helhet genererat en årlig avkastning på 5,0 procent sedan start. Avkastning för 2015 uppgick till 12,2 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 procentenheter (rullande femårsperiod). Det innebär att fonden inte nått upp till styrelsens avkastningsmål under någon av utvärderingsperioderna (se figur 5.10). Det bör dock noteras att jämförelsen för perioden före 2012 är mindre relevant på grund av den nya investeringsstrategin som infördes 2012. Dessutom kan det som McKinsey påpekar i sin utvärdering diskuteras om jämförelsen med ett index för noterade aktier är optimal, eftersom de värderingsprinciper som används för onoterade tillgångar tar begränsad hänsyn till börsens utveckling. Detta kan leda till en betydande avvikelse i perioder då aktiemarknaden utvecklas starkt negativt eller positivt. Dessutom försvåras jämförelsen av att Sjätte AP-fonden är en sluten fond, vilket gör att fonden behöver förvalta en likviditetsreserv (uppgående till omkring en fjärdedel av kapitalet 2015, 7,0 miljarder kronor) och denna bidrar enbart i liten utsträckning till avkastningen. Det är svårt att identifiera alternativa målsättningar som inte baseras på noterade index. Regeringen anser dock att Sjätte AP-fonden bör säkerställa att fondens mål är så relevant som möjligt. Regeringen anser därutöver att det är av vikt att Sjätte AP-fonden tydligt redovisar avvikelserna från det index som fonden har valt som målsättning och tydligt redovisar skillnaderna mellan förvaltning och värdering av onoterade tillgångar jämfört med förvaltning och värdering av noterade tillgångar.

**Figur 5.10 Sjätte AP-fondens totala portfölj. Genomsnittlig årliga avkastning efter kostnader (procent)**

<sup>1</sup> Nytt avkastningsmål sedan 2012: SIX Nordic 200 Cap GI (gamla SHB Nordic All-Share) + riskpremie om 2,5% baserat på fondens riskprofil och kassaallokering  
<sup>2</sup> Baserat på den målsättning som användes 2003-11: 4,5 % plus reporänta. Före 2003 var målet ett börsindex. Under 2015 var reporäntan -0,25%, under 2011-2015 var reporäntan 0,88%  
<sup>3</sup> Under 2006-2015 var reporäntan 1,50% samt under 1997-2015 var reporäntan 2,39%  
<sup>4</sup> Total avkastning för MSCI Swedish Mid cap (för svenska mellanstora bolag)  
 Total avkastning för MSCI Swedish Small cap (för svenska småbolag)

KÄLLA: Sjätte AP-fonden; McKinsey-analys

KÄLLA: Sjätte AP-fonden; McKinsey-analys

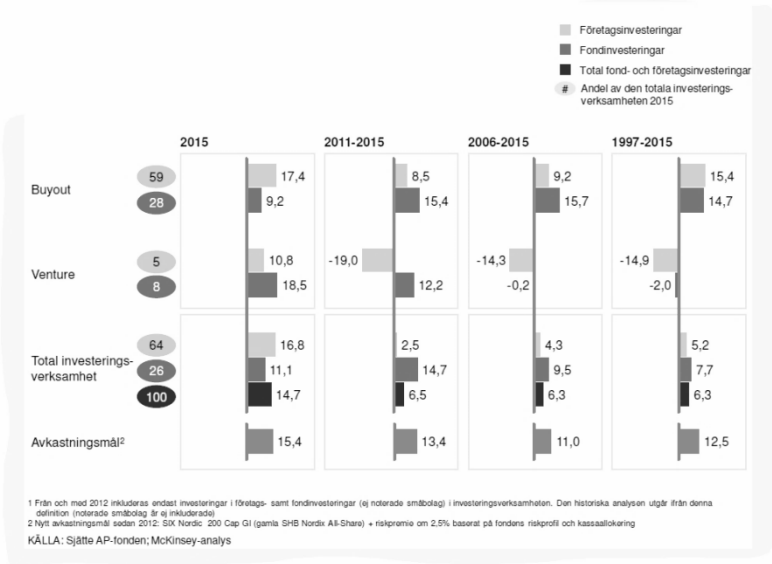
Det bör noteras att Sjätte AP-fonden för samtliga tidsperioder med marginal har överträffat inkomstindex – det index som utgör benchmark för buffertfonderna i förhållande till inkomstpensionssystemet. Sjätte AP-fonden har därmed bidragit till den långsiktiga finansieringen av tillgångssidan i inkomstpensionssystemet, även om fonden är sluten och för närvarande inte är en del av flödet inom inkomstpensionssystemet i övrigt.

### *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 1997–2015, och uppgick till 15,4 procent för företagsinvesteringar och 14,7 procent för fondinvesteringar. För tioårsperioden 2006–2015 uppgick avkastningen till 9,2 procent för företagsinvesteringarna och 15,7 procent för fondinvesteringarna. För femårsperioden 2011–2015 var motsvarande siffror 8,5 respektive 15,4 procent och för 2015 var de 17,4 respektive 9,2. Företagsinvesteringar utvecklades mycket starkt under 2015, vilket bidrog till att dessa över perioden sedan fondens start har avkastat något bättre än fondinvesteringar.

I affärsområdet venture capital (expansionsbolag i tidig utvecklingsfas) har utvecklingen varit negativ i stort sett under alla perioder förutom under 2015, då avkastningen uppgick till 10,8 procent för företagsinvesteringar och 18,5 procent för fondinvesteringar. Dessutom är avkastningen positiv, 12,2 procent, för fondinvesteringar inom venture capital för femårsperioden 2011–2015. Fondinvesteringar i expansionsbolagen klarar sig generellt bättre än företagsinvesteringar, men är marginellt negativ för tioårsperioden och även sedan start.

**Figur 5.11 Resultat Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet (procent)** Skr. 2015/16:130



Omriktningen av verksamheten i fonden, som gjordes under 2011, mot i huvudsak investeringar i mogna bolag, framstår som välgrundad. Det mogna marknadssegmentet har genomgående uppvisat positiva siffror samtidigt som framför allt företagsinvesteringarna i tidig utvecklingsfas (expansionsbolag) har genererat betydligt sämre avkastning. Regeringen välkomnar de förändringar och det arbete som gjorts sedan 2011. Detsamma gäller för det fortsatt interna utvecklingsarbetet, bl.a. med interna processer och ägarstyrningsfrågor. Det finns skäl att se positivt på den framtida utvecklingen i Sjötte AP-fonden.

**Faktaruta 5.2 Värdering av onoterade aktier**

Enligt lagen (2000:193) om Sjötte AP-fonden ska fondens placerings-tillgångar marknadsvärderas. Sjötte 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. Om det under det senaste året har genomförts en transaktion med en tredje part avseende aktuellt innehav, värderas innehavet med ledning av det priset. Sedan 2011 beaktas även transaktioner där endast befintlig ägarkrets deltagit (s.k. internrundor). Om denna transaktion indikerar en nedvärdering, görs en mer detaljerad analys. Nedvärdering sker om försök att få in en extern part har misslyckats eller om intresset för bolaget på marknaden är mycket litet. I båda fallen justeras värderingen med hänsyn till händelser mellan tidpunkten för transaktionen och rapporteringstillfället. Värdering sker också baserat på framtida kassaflöde som nuvärdesberäknas med en riskjusterad ränta. En tredje metod baseras på värdering av företagets nettotillgångar.

Andra metoder utgår från att använda värderingsmått baserade på finansiella nyckeltal (s.k. multipelvärdering) eller specifika jämförelser inom en viss bransch (s.k. industriella benchmarks). De två sistnämnda metoderna används endast som komplement till värderingar baserade på någon annan metod.

Sjätte AP-fonden genomför även känslighetsanalyser. Om värderingen av ett innehav visar stor variation i olika scenarier, gör fonden en mer restriktiv värdering.

För investeringar i bolag i tidig utvecklingsfas kan det vara svårt att tillämpa någon enskild värderingsmetod. Värdering sker då främst baserat på bolagets utveckling i förhållande till ursprunglig ägarplan. En nedskrivning ska genomföras i det fall en stadigvarande och väsentlig minskning av värdet på investeringen bedöms ha ägt rum (t.ex. konkurs).

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

## 5.4 Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning

### 5.4.1 Strategisk förvaltning

**Regeringens bedömning:** Avkastningen för Sjunde AP-fondens förvaltsalternativ (AP7 Såfa) uppgick till 6,3 procent under 2015 jämfört med snittet på 6,7 procent bland de privata aktörerna i premiepensionssystemet. Däremot har avkastningen med god marginal överskridit snittet för perioden maj 2010 till slutet av 2015 (dvs. sedan fondens nya strategi infördes), 14,7 jämfört med 8,2 procent. Sjunde AP-fondens strategi ger goda resultat under perioder med stark utveckling på aktiemarknaden på grund av den höga aktieandelen som förstärks av en hävstång. Även om denna har dragits ner under året från 50 till 25 procent är det rimligt att AP7 Såfa går sämre än snittet i tider av svagare utveckling på aktiemarknaden. Sjunde AP-fondens förvaltningsmodell ställer stora krav på information och det är viktigt att fonden fortsätter upprätthålla en god informationsnivå till spararna i premiepensionssystemet.

**Regeringens bedömning i föregående års skrivelse:** Avkastningen för Sjunde AP-fondens förvaltsalternativ (AP7 Såfa) uppgick till 29,3 procent 2014, vilket var ungefär dubbelt så hög avkastning som den genomsnittliga avkastningen för privata fonder i premiepensionssystemet. Även över tidsperioden sedan Sjunde AP-fondens förvaltningsmodell förändrades, dvs. under perioden 2010–2014 överträffade den årliga avkastningen på 16,6 procent snittet för privata fonder som var 8,4 procent. Det kan fortsatt konstateras att förvaltningsmodellen, med hög andel aktier som förstärks av en strategisk hävstång, ger bra resultat i tider av en kraftig uppgång på aktiemarknaden. Det bör dock noteras att den höga aktieandelen kombinerat med en hävstång innebär att AP7 Såfa



riskerar att ge en sämre avkastning än index i ett scenario då aktie- marknaden utvecklas svagt.

**McKinsey:** Sjunde AP-fonden förvaltade vid slutet av 2015 33,8 procent av premiepensionssystemets totala kapital. Under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2015 genererade förvalsalternativet AP7 Såfa i genomsnitt en avkastning på 14,7 procent per år, medan premiepensionsindex hade en genomsnittlig avkastning på 8,2 procent per år. 2015 var avkastningen för Såfa 6,3 procent, jämfört med 6,7 procent för premiepensionsindex. För perioden sedan start, 2001–2015, har Sjunde AP-fondens förvalsalternativ i genomsnitt avkastat 5,8 procent per år jämfört med 3,4 procent per år för premiepensionsindex. Justerat för rabatter var den genomsnittliga avkastningen för Sjunde AP-fondens förvalsalternativ under samma tidsperiod 5,9 procent och för premiepensionsindex 3,9 procent.

**Skälen för regeringens bedömning:** I maj 2010 förnyade Sjunde AP-fonden på riksdagens uppdrag det statliga erbjudandet i premiepensionssystemet med målsättningen att den sammanlagda statliga pensionen ska bli högre (prop. 2009/10:44). I och med detta ersattes Premiesparfonden och Premievals-fonden av byggstensfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Sex nya produkter lanserades (kombinationer av de två byggstensfonderna), varav AP7 Såfa (Statens Årskullsförvaltningsalternativ) är förvalsalternativet för dem som inte aktivt väljer en annan förvaltare i premiepensionssystemet. 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. I normalfallet innebär hävstången en exponering till aktiemarknaden om 150 procent, men styrelsen beslutade under 2015 att minska hävstången från 50 procent till 25 procent baserat på börsens värdering samt fondens risktolerans. Regeringen anser att det är positivt att Sjunde AP-fonden har en kontinuerlig process att överväga vilken riskprofil i förvaltningen som bedöms vara lämplig.

Sjunde AP-fonden förvaltade i slutet av 2015, 283 miljarder kronor (33,8 procent av medlen i premiepensionssystemet) för ungefär 3,3 miljoner pensionssparare. 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. 2015 uppgår avkastningen i AP7 Såfa till 14,7 procent per år, jämfört med de privata fondernas avkastning om 8,2 procent per år (se tabell 5.6). Avkastningen i det statliga förvalsalternativet var därmed nästan dubbelt så hög jämfört med de privata alternativen under den här perioden. Under 2015 var dock avkastningen om 6,3 procent marginellt lägre än snittet för de privata aktörerna på Pensionsmyndighetens fondtorg.

**Tabell 5.6 Utveckling för Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell maj 2011–2015 och 2001–2015 (procent)**

	2015 (%)	Maj 2010 - 2015 <sup>3</sup> (%)	2006-2015 (%) (justerat, %)	2001-2015 <sup>4</sup> (%)
AP7 (PSF och SÅFA) <sup>1</sup>	6,3	14,7	5,8	5,9
Premiepensionsindex <sup>2</sup>	6,7	8,2	3,4	3,9

Not 1: Utgörs av PSF (Premiesparfonden) jan 2001– maj 2010 och SÅFA maj 2010- dec. 2015. SÅFA bestod den 30 dec. 2015 av 92,2% AP7 Aktiefond och 7,8% AP7 Räntefond.

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

Not 3: Geometriskt snitt av den årliga avkastningen 24 maj 2010 – 31 dec 2015.

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

Källa: Pensionsmyndigheten, AP7 Årsredovisning, McKinsey-analys

Regeringen anser att det är positivt att Sjunde AP-fonden når sitt mål för avkastning för alla tidsperioder förutom under 2015, 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).

Regeringen noterar dock att resultatet för AP7 Såfa bygger på att Sjunde AP-fonden skapar en hög aktierisk genom en kombination av en hög aktieexponering och en strategisk hävstång. Denna metod ställer speciella krav på Sjunde AP-fonden när det gäller kommunikation kring fondens förvaltningsmodell. AP7 Såfa bestod vid årsskiftet 2015/2016 till drygt 92 procent av AP7 Aktiefond (och resten AP7 Räntefond) som har nära 100 procent globala aktier i portföljen och en hävstång som vid årsskiftet hade dragits ner till runt 25 procent, men där normalnivån är runt 50 procent av värdet på portföljen. Trots den neddragna hävstången har AP7 Såfa en hög exponering mot aktiemarknaden, vilket ger en hög avkastning när marknaden utvecklas väl. Å andra sidan är det viktigt att understryka att hävstången verkar även åt andra hållet, dvs. i nedåtgående marknader presterar AP7 Såfa sannolikt sämre än motsvarande aktieportföljer utan hävstång även om hävstången nu är mindre andel än tidigare.

Regeringen har i tidigare utvärderingar uttryckt att behovet av information till allmänheten om förvalsalternativets inriktning och risknivå är betydande. Det kan konstateras att Sjunde AP-fonden har förbättrat kommunikation kring inriktning och risknivå. Regeringen anser dock att det fortsatt är mycket angeläget att Sjunde AP-fonden tar ett fortsatt stort ansvar när det gäller den information som delges pensionsspararna med tanke på den höga risken i förvaltningsmodellen.

**Regeringens bedömning:** Sjunde AP-fonden genererade under 2015 positiva resultat från samtliga aktiva förvaltningsstrategier men utfallen var blandade i relation till respektive mål, men sammantaget överskred dock resultatet fondens långsiktiga mål för den aktiva förvaltningen. Transparensen i frågan om nyttan av den aktiva förvaltningen bör öka, särskilt när det gäller eventuella positiva effekter för övrig förvaltning. Dessutom bör Sjunde AP-fonden tydligare redovisa resultaten för den aktiva förvaltningen och dess tre delar.

**Regeringens bedömning i föregående års skrivelse:** Sjunde AP-fonden genererade resultat från alfaförvaltningen inom den aktiva förvaltningen som översteg de internt satta målet, medan utfallet för den taktiska allokeringen var mindre övertygande 2014. Det bör anses angeläget att Sjunde AP-fonden genomför en utvärdering av den taktiska förvaltningen i relation till de interna mål som fonden har satt, så snart detta är möjligt. Fonden bör fortsätta att utveckla redovisningen av resultaten av den aktiva förvaltningen.

**McKinsey:** Den aktiva avkastningen 2015 för Sjunde AP-fondens aktiefond respektive räntefond var 56 respektive minus 1 baspunkt. För perioden 24 maj 2010 till 31 december 2015 var den aktiva avkastningen för aktiefonden och räntefonden 4 respektive minus 31 baspunkter per år.

**Skälen för regeringens bedömning:** 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 2015 och under perioden 2010–2015 med 56 respektive 4 baspunkter efter kostnader, medan den aktiva avkastningen för AP7 Räntefond var negativ både 2015 och 2010–2015 med 3 respektive 38 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 50 procent med ett tillåtet avvikelseintervall i normalfallet inom 38–62 procent. Under 2015 tog dock styrelsen beslutet att minska hävstången till 25 procent på grund av värderingen av börsen. Den taktiska allokeringen bidrog med 112 miljoner kronor till resultatet för 2015, och den årliga genomsnittsavkastningen för perioden 2012–2015 var 103 miljoner. Den taktiska allokeringen har en femårig utvärderingshorisont med ett mål om 225 miljoner kronor i genomsnitt i avkastning per år.

För den absolutavkastande alfaförvaltningen är målet att ge en avkastning på 225 miljoner kronor per år. Utfallet för 2015 var ett positivt bidrag om 129 miljoner kronor, och den genomsnittliga avkastningen för perioden maj 2010 till slutet av 2015 var 116 miljoner kronor.

Sjunde AP-fonden har även mål för onoterade aktier att generera en avkastning som överstiger jämförelseindex (MSCI All Country Index) med 2 procentenheter per år över rullande tioårsperioder, men de årliga

resultaten för förvaltningen av onoterade aktier redovisas inte i Sjunde AP-fondens årsredovisning eller i McKinseys rapport.






Regeringen konstaterar att Sjunde AP-fondens aktiva förvaltning 2015, 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 alfaförvaltningen. Regeringens anser fortsatt att transparensen i fråga om nyttan av den aktiva förvaltningen 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 onoterade aktier).

## 6 Utvärdering övriga förvaltningsfrågor

### 6.1 Riskhantering, kontroll och regelefterlevnad





**Regeringens bedömning:** McKinsey fick i uppdrag att inom ramen för utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2015 utföra en fördjupad analys av AP-fondernas arbete med riskhantering, kontroll och regelefterlevnad (compliance). Enligt rapporten har AP-fonderna utvecklat arbetet inom detta område betydligt de senaste åren. Det är av stor vikt att AP-fonderna har en god riskhantering, kontroll och regelefterlevnad och att de fortsätter att utveckla detta. Det bidrar till ökad effektivitet i förvaltningen och jämförbarhet mellan AP-fonderna när det gäller extern rapportering. AP-fonderna bör ha en s.k. tredje försvarslinje i form av internrevision samt en renodlad riskfunktion som rapporterar direkt till verkställande direktör.

**McKinsey:** Regeringen gav McKinsey i uppdrag att förutom den årliga utvärderingen av förvaltningen av buffertkapitalet utföra en fördjupad analys av AP-fondernas arbete med riskhantering, kontroll och regelefterlevnad (compliance). Syftet med fördjupningsarbetet är att beskriva hur AP-fonderna arbetar med dessa frågor och belysa viktiga likheter och skillnader mellan fonderna. Dessutom görs en jämförelse med ett antal andra institutionella investerare för att bedöma i vilken utsträckning AP-fonderna skiljer sig från dessa. Fördjupningen omfattar Första–Fjärde AP-fonderna samt Sjunde AP-fonden. Analysen fokuserar på fondernas arbete med riskhantering utifrån fem områden, riskstrategi, organisation och styrning, processer och systemstöd, kompetensutveckling och samarbeten samt utveckling och prioriteringar framöver.

Område		
1	 Utveckling & prioriteringar framgent	<ul style="list-style-type: none"> <li>Utveckling inom fondens arbete med risk, kontroll och efterlevnad senaste 3-5 åren och prioriterade områden framåt</li> </ul>
2	 Riskstrategi	<ul style="list-style-type: none"> <li>Översikt, definition och hantering av huvudsakliga risker</li> <li>Nyckeltal för huvudsakliga risker</li> <li>Dokumentation av riskstrategi</li> </ul>
3	 Organisation och styrning	<ul style="list-style-type: none"> <li>Beskrivning av riskfunktion (inkl. regelefterlevnad)</li> <li>Översikt av ansvar, roller och mandat</li> <li>Styrelsens involvering</li> </ul>
4	 Processer & systemstöd	<ul style="list-style-type: none"> <li>Princip för risk- och compliancehantering</li> <li>Löpande riskhantering</li> <li>Systemstöd och verktyg</li> </ul>
5	 Kompetensutveckling & samarbeten	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kompetensutveckling &amp; utbildning</li> <li>Samarbeten mellan AP-fonderna eller med andra aktörer</li> </ul>

Fondernas arbete med kontroll och regelefterlevnad analyseras utifrån fyra områden: översikt över styrande regelverk för AP-fonderna, AP-fondernas efterlevnad av regelverken, skillnader i regelverk jämfört med svenska privata institutionella investerare samt AP-fondernas frivilliga regelefterlevnad utöver de styrande regelverken.

Figur 6.2 Ramverk för utvärdering av kontroll av regelefterlevnad

Område		
1	 Styrande regelverk	<ul style="list-style-type: none"> <li>Översikt över de huvudsakliga styrande regelverken för AP-fonderna</li> </ul>
2	 Efterlevnad av regelverk	<ul style="list-style-type: none"> <li>Efterlevnad av huvudsakliga regler de senaste åren för AP-fonderna</li> </ul>
3	 Skillnader mot andra privata aktörer	<ul style="list-style-type: none"> <li>Huvudsakliga regelverk för andra institutionella investerare samt jämförelse med regelverk för AP-fonderna</li> </ul>
4	 Frivillig regelefterlevnad	<ul style="list-style-type: none"> <li>Översikt över frivillig regelefterlevnad av AP-fonderna för ett urval av relevanta lagar och regelverk</li> </ul>

Analysen pekar på att samtliga AP-fonder har en hög ambitionsnivå kring arbetet med risk, kontroll och regelefterlevnad. Under de senaste åren har fonderna tagit viktiga steg för att etablera professionella risk- och compliancefunktioner. Sammantaget bedöms AP-fonderna ha kommit ungefär lika långt i arbetet. Nivån bedöms även vara i linje med andra ledande statliga pensionsfonder och privata institutionella investerare.

I sitt arbete med riskhantering har AP-fonderna många likheter. Dessa består t.ex. i att fonderna identifierar samma typ av huvudsakliga risker. De finansiella riskerna hanteras och mäts på liknande sätt i linje med internationell standard i kapitalförvaltningsbranschen. Vidare finns det likheter i organisation, eftersom samtliga fonder har separerat risk och compliance från förvaltningen för att skapa oberoende. Samtliga fonder har under 2014 och 2015 fokuserat på uppgradering av systemstöd för riskhantering till vad som anses vara branschstandard. Kvant- och systemkompetensen hos personalen har också höjts. Fonderna samarbetar genom olika samarbetsforum (exempelvis risk- och avkastningsanalys och juridik) samt har olika internationella utbyten (exempelvis vid deltagande i branschkonferenser).

Det finns dock även skillnader i arbetet med riskhantering, t.ex. vad gäller hantering av operativa risker, organisation, styrning, processer samt rapportering till styrelse. AP-fonderna har de senaste åren fokuserat på att utveckla sitt arbete med operativa risker och har inspirerats av Finansinspektionens föreskrifter om operativa risker. Operativa risker är bredare i sin definition än finansiella risker och hanteras och mäts olika i AP-fonderna (jämför med finansiella risker som hanteras och mäts liknande i fonderna). Även bland privata institutionella investerare är det stor variation i definition och hantering av operativa risker. Samtliga fonder identifierar operativa risker och har en årlig självutvärdering och rapportering av dessa inklusive rapportering av incidenter som klassas som operativa (exempelvis överträdelser av interna riskmandat eller av andra interna regelverk). Däremot skiljer sig fonderna avseende detaljrikedom i klassificeringen av operativa risker där Andra, Sjunde och delvis Tredje AP-fonden har en mer detaljerad riskklassifikation.

Vidare skiljer sig metodiken för hur operativ risk i processer genomlysas där Första och Andra AP-fonderna har etablerat formaliserade organ för genomlysning av utvalda processer. Sjunde AP-fonden gör kontroller av utvalda processer över året baserat på en riskkartläggning. Andra AP-fonden har utvecklat sitt arbete med operativa risker över flera år, bl.a. med hjälp av externa konsulter. En tydlig systematik för processrisk (som inkluderar kartläggning, prioritering, ansvar, genomlysning och rapportering) har också utarbetats.

En annan skillnad är att fonderna har valt två olika organisationsmodeller för riskfunktionen, även om båda modellerna är oberoende från investeringsverksamheten. Första och Tredje AP-fonderna har kombinerat riskfunktionen med administrationen, medan Andra, Fjärde och Sjunde AP-fonderna har en renodlad riskfunktion. Samtliga fonders riskchef rapporterar direkt till verkställande direktören (även om Första AP-fondens riskchef inte organisatoriskt befinner sig direkt under verkställande direktören så finns en direktrapportering i relevanta forum). Bland internationella statliga pensionsfonder finns det en stor bredd i val av organisationsmodell för riskfunktionen, men bästa praxis anses vara en renodlad riskfunktion.

Vidare finns det skillnader i hur fondernas styrelser arbetar med risk. Andra AP-fonden har både ett risk- och ett revisionsutskott, Fjärde AP-fonden har ett riskutskott (men inget revisionsutskott) och Första, Tredje och Sjunde AP-fonderna har ett revisionsutskott som också behandlar

risk. De fonder som inte har ett separat riskutskott har diskuterat om det ska etableras, men gjort bedömningen att det inte är rätt för deras fonder i dagsläget. Ett skäl till detta är att samma personer i ett riskutskott sitter i nuvarande revisionsutskott. Ett annat skäl är begränsningar i fondernas möjlighet att ytterligare arvoda styrelsearbete i utskott. Sjunde AP-fonden har ett konjunkturråd bestående av personer ur styrelse och ledning, vilka fokuserar på riskbedömningen för hävstången. De flesta privata svenska institutionella investerare har ett revisionsutskott som även behandlar risk i likhet med Första, Tredje och Sjunde AP-fonderna.

Alla fonder utom Andra AP-fonden följer principen om tre försvarslinjer, men Fjärde AP-fonden har ännu inte upphandlat extern internrevision (beslut togs 2015). (Den första försvarslinjen är ledning och affärsverksamhet, den andra är de funktioner som arbetar specifikt med att övervaka risktagande inom affärsverksamheten och den tredje utgörs främst av internrevisionsfunktionen.) Styrelsen i Andra AP-fonden har diskuterat frågan om tre försvarslinjer i styrelsen, men inte funnit något behov för att aktivera tredje linjen ännu. Andra, Tredje och Sjunde AP-fonderna har formaliserade organ för dialog om risk i ledningen, som kallas riskhanteringskommitté eller dylikt, där fonderna samlar alla riskfrågor med relevanta personer ur ledningen. Första och Fjärde AP-fonderna beaktar samma riskfrågor, men lyfter dem i olika organ beroende på art. AP-fondernas riskrapportering till styrelse visar också på viss variation i innehåll och framställning, exempelvis hurvida materialet täcker samtliga risktyper och tydligheten i sammanfattningen.

Figur 6.3 Organisationsmodeller och resurser per fond

Fond	Resurser <sup>1</sup> FTE	Fondkapital per FTE Mdr SEK	Oberoende fr. inv. verk.		Compliance officer <sup>2</sup>	Kommentarer
			Integrerad i inv. verk.	Kombinerad <sup>4</sup> Renodlad		
AP FÖRSTA AP-FONDEN	7	40	✓	✓	✓	• Organisatoriska förändringar 2015-2016 inkl. ny chef för risk sedan januari 2016. Riskchef organisatoriskt under COO (tidigare riskchef) vilket skiljer sig något från andra fonder då riskchef inte sitter i ledningen. Riskchef sitter dock med i relevanta riskforum och rapporterar direkt till VD
Andra AP-fonden	8	40			✓	• Nuvarande chefsjurist ansvarig för compliance. Januari 2016 anställdes en ny jurist som enbart skilt arbete med compliancefrågor
AP3	6	50	✓		✓	• Riskchef (CRO) är också CFO vilket innebär ansvar för administrativa enheter • Compliance officer har varit mamma- och tjänstledig under ca två år. Chefsjurist samt CRO har skött arbetet under tiden
AP Sjunde AP-fonden	8	40			✓	• Täcker även in arbetet med ALM (normalportföljen) • Compliance ligger tillsvidare under Chef affärs- och riskkontroll men med direkt rapportering till ledning/styrelse. Under år 2016 skall compliance dock brytas ut från organisationen och i fortsättningen ligga under VD
AP7	2-6	~70 <sup>3</sup>			✓	• Större omorganisation 2014 där aktivt val kring tre försvarslinjer togs. All löpande kontroll är delegerat till första försvarslinjen (verksamheten) och CRO och CO ansvariga för andra försvarslinjen • AP7 är en mindre organisation samt har större del av förvaltningen externt, vilket leder till mindre resursbehov internt

1 Avser resurser i risk- och avkastningsanalys samt compliance

2 Rapporterar direkt till VD/styrelse

3 Delvis ej direkt jämförbart med övriga fonder p.g.a. hög andel extern förvaltat kapital, storlek (#FTE:er) och organisationsmodell där man valt att lägga riskhantering i första linjen





4Kombinerad med annan administrativ verksamhet

KÄLLA: Intervjuer med AP-fonderna; organisationskartor; intervjuer med internationella riskexperter och personer inom branschen

AP-fondernas arbete med kontroll och regelefterlevnad präglas av de regelverk som styr fonderna. AP-fonderna regleras främst av lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). Sjunde AP-fonden regleras också av den lagen men även av vissa bestämmelser i lagen (2004:46) om värdepappersfonder. Lagen om allmänna pensionsfonder

(AP-fonder) lämnar stor självständighet och tolkningsutrymme (exempelvis har Första–Fjärde AP-fonderna ingen tillsynsmyndighet och fondernas risktolerans styrs av att ”den totala risknivån i fondernas placering ska vara låg”) och därför är en utvärdering av regelefterlevnad svår att genomföra och baseras på fondernas egna rapporterade incidenter. Lagen innehåller ett antal regler, t.ex. placeringsreglerna, som är enklare att kontrollera om de följs.

Figur 6.4 Styrelsens involvering i risk, kontroll och regelefterlevnad

	Styrelsens utskott		Hur diskuteras risk och compliance löpande på styrelsemöten?
	Risk-utskott	Revisions-utskott	
 FÖRSTA AP-FONDEN	✓	3-4	<ul style="list-style-type: none"> <li>Månatlig resultat-, avkastnings-, compliance- och riskrapport diskuteras vid varje styrelsemöte</li> <li>Riskchef och compliance officer ger muntlig avrapportering och svarar på frågor</li> </ul>
 ANDRA AP-FONDEN	✓	>6	<ul style="list-style-type: none"> <li>Månadsrapporterna sedan senaste styrelsemöte diskuteras där riskchef ger en muntlig rapportering och styrelsen ställer frågor</li> <li>CRO rapporterar till riskutskott (samtliga incidenter/material tas genom Risk Management Kommitén först) som sedan tar vidare till styrelsen</li> <li>Compliance föredragande vid behov, riskchef kommenterar dock på varje möte riskloggen som täcker operativa risker</li> <li>Har ett fördjupningsområde i risk varje möte</li> </ul>
AP3 Tredje AP-fonden	✓	4	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rapport för risk och compliance diskuteras varje möte där riskchef ger muntlig presentation och styrelsen ställer frågor (CO närvarar ej p.g.a. tjänstledighet)</li> <li>Bredare riskdialog 1 ggr/år vid strategimöte, genomgång av riskhanteringsplanen samt övergripande riskanalys</li> <li>RMC rapporterar till revisionsutskott 5 ggr / år, från utskottet lyftes valda delar upp till styrelsen</li> <li>Har haft dialog om riskutskott, men skulle bestå av samma personer</li> </ul>
 FJÄRDE AP-FONDEN	✓	5	<ul style="list-style-type: none"> <li>Resultat, avkastning- och riskrapport samt compliance diskuteras varje möte och presenteras av respektive chef</li> <li>I riskutskottet diskuteras också ALM-frågor</li> <li>Riskfrågor bereds i riskutskottet medan compliancefrågor förs rakt till styrelsen</li> <li>Har ett fördjupningsområde i risk varje möte</li> </ul>
 AP7	✓	5	<ul style="list-style-type: none"> <li>Till varje styrelsemöte som stående punkt: genomgång och presentation av standardiserad avkastnings- och riskrapport samt kontrollrapport risk och compliance enligt fastställd kontrollplan, presenteras av COO, CRO, CO</li> <li>Årlig riskkartläggning som definierar kontrollplanen, dessutom extern- och interrevision – allt bereds först i Revisionsutskottet sedan tas det till styrelsen</li> <li>Har aktivt valt att inte ha riskutskott, vill ta upp riskfrågor med hela styrelsen</li> </ul>

<sup>1</sup> Varav ett möte per år gemensamt med riskutskottet för gemensam planering och säkerställa att inget hamnar emellan

KÄLLA: Intervjuer ledningspersoner i AP-fonderna

AP-fonderna påverkas också som aktörer på de finansiella marknaderna av trender i kapitalförvaltningsbranschen – bl.a. ökat fokus på compliance. Det syns genom att compliance har fått ett ökat fokus även hos AP-fonderna, vilket bl.a. resulterat i tydligare rollbeskrivningar, utökade arbetsområden och mer resurser. Viss annan myndighetsreglering gäller också för AP-fonderna, främst vad gäller det administrativa området. Vidare måste samtliga fonder följa delar av nationella och internationella finansmarknadsregler för handel på marknadsplatser.

I en jämförelse mellan AP-fondernas regelverk och regelverk för privata institutionella investerare är det viktigt att beakta att olika professionella investerare lyder under olika regelverk beroende på verksamhetens art. Första–Fjärde AP-fondernas regelverk har en lägre grad av detaljering jämfört med privata institutionella investerare. Den lägre graden av detaljering kan motiveras av tre viktiga skillnader; AP-fonderna förvaltar inte enskilda privatpersoners kapital, är myndigheter och är inte kritiska för stabiliteten i det finansiella systemet. Regelverken skiljer sig både inom kontroll, rapportering och uppföljning (privata aktörer måste t.ex. redovisa och rapportera enligt Finansinspektionens föreskrifter FFFS 2013:9 och är under Finansinspektionens tillsyn) samt inom placeringsregler (exempelvis privata aktörer ska ha ”lämplig fördelning av placeringar” med hänsyn till vald riskprofil). Sjunde AP-



fondens regelverk är mer detaljerat då fonden styrs av lagen om värdepappersfonder i vissa delar, exempelvis placeringsregler samt tillsyn under Finansinspektionen. Detta är naturligt med tanke på att Sjunde AP-fonden förvaltar privatpersoners enskilda kapital och agerar mer likt andra privata institutionella investerare.

Figur 6.5 Huvudsakliga styrande regelverk för AP-fonderna

Huvudsakliga styrande regelverk för AP-fonderna				
URVAL AV RELEVANTA REGLER				
✓ Regelverk gäller    ✓ Delar av regelverk gäller				
Nivå	Regelverk	AP1-4	AP7	Kommentar
<b>Specifika regler för AP-fonderna</b>	Lag (2000:192) om allmänna pensions-fonder (APL)	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Idag den enda bindande författning med direkt tillämpning på AP-fonderna</li> <li>Lämnar stor självständighet och tolkningsutrymme åt fonderna</li> </ul>
<b>Övergripande regler och principer för myndigheter</b>	Förvaltningslagen (1996:226)	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Berör endast delvis AP-fonderna och då främst på rent administrativa områden eftersom APL gäller i första hand</li> </ul>
	Offentlighetsprincipen i TF och SekrL LOU (2007:1091)	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Utöver offentlighetsprincipen och lagen om offentlig upphandling gäller även delar av andra regleringar så som EU-rätten och Förvaltningslagen</li> </ul>
<b>Regelverk för institutionella investerare</b>	Lag (2004:46) om värdepappersfonder		✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Delvis tillämplig för AP7 där APL specifika pekar på placeringsreglerna</li> <li>AP7:s styrelse har beslutat att lagen skall följas fullt för relevanta delar exempelvis intern organisation</li> </ul>
	Finansmarknadsregler bl.a. Lag (1991:980) om handel med fin. instr., lag (2000:1087) om anmälnings-skyldighet för vissa innehav av fin. instr., samt relevanta FFFS	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Som aktör på finansmarknaden måste AP-fonderna följa vissa handelsregler, gällande t.ex. flaggning av ändringar av innehav, insiderställning, clearingregler, pantsättningar mm</li> </ul>
	Internationella finansmarknadsregler	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Gäller även vissa internationella finansmarknadsregler så som flaggnings- och blankningsregler i EU, delar av EMIR (t.ex. derivathandeln), CFTC för derivathandel i USA (ej AP7) och för AP2 gäller också CSRC (reglering för att handla kinesiska A-aktier)</li> </ul>
<b>Koder, rekommendationer och policy</b>	UN Global Compact m.fl. interntla. avtal	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Som myndighet är AP-fonderna bundna till alla överenskommelser som svenska staten är part i</li> </ul>

KÄLLA: Aktuell lagstiftning och regelverk

Som aktör på de finansiella marknaderna påverkas AP-fonderna av nuvarande och kommande regelverk även om regelverken inte alltid är direkt tillämpliga. Ledning och styrelse i samtliga AP-fonder är angelägna om att hålla sig uppdaterade och agera likt privata aktörer på de finansiella marknaderna. Sjunde AP-fonden har fattat ett styrelsebeslut om att följa lagen om värdepappersfonder fullt ut för relevanta delar utöver lagstadda delar, exempelvis intern organisation. Samtliga fonder har inspirerats av icke styrande regelverk, exempelvis för att utforma risk- och compliancefunktioner och interna regelverk över anställdas affärer eller policy för gåvor, representation och andra förmåner. Fonderna har ett visst samarbete kring regelverksutveckling.

McKinsey konstaterar att AP-fonderna befinner sig på en utvecklingsresa och att de har under åren etablerat professionella risk- och compliancefunktioner. AP-fonderna bör fortsätta ha en ambitiös ansats för vidare utveckling, med inspiration från andra ledande institutionella investerare. Baserat på resultatet från den fördjupade analysen så har McKinsey tagit fram ett antal rekommendationer för fortsatt utveckling av fondernas riskhantering och regelefterlevnad.

**1. Fortsätta utveckla systematiken i arbetet med operativa risker.** AP-fonderna har utvecklat sin hantering av operativa risker, men kan t.ex. utveckla mer detaljerade riskidentifikationer och tydliggöra rapportering per risktyp (som t.ex. Sjunde AP-fondens riskklassificering)

samt genomföra genomlysning av nyckelprocesser (som t.ex. Andra AP-fondens processöversyn två gånger per år) baserat på en processkartläggning.

**2. Över tid se över möjligheter att ytterligare förstärka styrning och organisation.** Detta kan ske i linje med utvecklingen bland andra ledande institutionella investerare, samtidigt som hänsyn tas till AP-fondernas förutsättningar i termer av exempelvis storlek och förvaltningsmodeller. Nedan finns tre exempel på möjliga åtgärder som många ledande aktörer och vissa av AP-fonderna redan har implementerat fullt ut eller delvis:

- Att göra risk till en renodlad funktion med direktrapportering till verkställande direktören. Denna variant av organisation ger högt oberoende för riskfunktionen och möjligheter till djup kompetensutveckling.
- Att etablera ett dedikerat riskforum i verksamheten, en ”riskhanteringskommitté” eller dylikt där Riskchef, Kapitalförvaltningschef, verkställande direktör och Compliance Office löpande diskuterar samtliga riskfrågor. Det kan underlätta och stärka styrning och rapportering av riskhanteringen.
- Att etablera ett riskutskott i styrelsen. Om/när förutsättningar råder kan fonderna överväga att bilda ett separat riskutskott för att öka fokus på riskfrågor i styrelsen (samtidigt som hela styrelsen fortsätter att ha högt fokus på risk).

**3. Fortsätta utveckla riskfunktionens roll som viktig diskussionspartner till förvaltningen** genom att säkerställa investeringskompetens för att skapa transparens och djup i riskbedömningen (exempelvis för alternativa investeringar) och involvering vid investeringsbeslut (exempelvis beredning i riskkommitté).

**4. Fortsätta utveckla rapportering till ledning och styrelse** inom risk och compliance för att så tydligt som möjligt ge en bild över status, prioriteringar och rekommenderade åtgärder. Vidare bör ambitionen vara att daglig rapportering automatiseras i större utsträckning, vilket kan frigöra mer tid till analys och insikt.

**5. Fortsätta att aktivt utvärdera samt selektivt och pragmatiskt följa regelverk för privata institutionella investerare.** Detta bör ske i relevanta delar sett till AP-fondernas förutsättningar så som uppdrag och storlek. Här måste dock fundamentala skillnader beaktas såsom att AP-fonderna inte förvaltar privatpersoners enskilda kapital, att de är myndigheter och att de inte är kritiska för det finansiella systemets stabilitet.

**6. Se över möjligheterna att öka samarbetet mellan AP-fonderna kring risk och kontroll.** Det kan ske exempelvis kring inköp och hantering av riskhanteringssystem, gemensam utveckling av förhållningssätt till regelverk för privata aktörer samt ”bästa praxis” för hanteringen operativa risker (exempelvis definition, metodik för mätning

och uppföljning). Ökat samarbete inom valda områden bedöms kunna stärka fondernas utveckling av arbetet med riskhantering, kontroll och regelefterlevnad.

**Skälen för regeringens bedömning:** Riskhantering, kontroll och regelefterlevnad är viktigt att hantera på ett korrekt sätt inom kapitalförvaltningsverksamheter. Liksom McKinsey anser regeringen att förutom att följa lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) är det viktigt att AP-fonderna kontinuerligt utvecklar de ovan nämnda områdena och söker ledning i lagstiftning för andra finansiella aktörer i Sverige och i hur svenska såväl som internationella aktörer arbetar med dessa frågor. Eftersom lagen om allmänna pensionsfonder inte är särskilt detaljerad i de aktuella avseendena ökar behovet av att AP-fonderna kontinuerligt arbetar med att utveckla riskhantering, kontroll och regelefterlevnad.

När det gäller mer specifika rekommendationer från McKinsey, anser regeringen att det är speciellt viktigt med internrevision och att AP-fonderna därmed organiseras utifrån de s.k. tre försvarslinjerna. Sedan lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) infördes 2000 har kraven på intern styrning och kontroll skärpts för övriga myndigheter under regeringen bl.a. genom internrevisionsförordningen (2006:1228) som infördes 2006, där det ställs krav på internrevision hos myndigheter. Regeringen anser att det finns goda skäl att även AP-fonderna inför internrevision.

Regeringen anser dessutom att det är viktigt att AP-fonderna har en renodlad riskfunktion som rapporterar direkt till verkställande direktören, för att säkerställa självständigheten i denna funktion.

Dessutom anser regeringen att det finns god anledning att respektive AP-fond utvärderar initiativ av de övriga AP-fonderna för att etablera best-practise. Regeringen anser att AP-fonderna, i enlighet den rekommendation som McKinsey ger ovan, bör öka samarbetet när det gäller risk och kontroll. Det bör dessutom finnas betydande möjlighet att samarbeta kring upphandling av system, uppföljning och rapportering (såväl intern som extern) inom riskområdet.

## 6.2 Överträdelser av placeringsreglerna

**Regeringens bedömning:** Första och Andra AP-fonderna har under 2015 haft en högre andel onoterade tillgångar än den i lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) fastlagda placeringsregeln om högst 5 procent. Enligt lagen så ska en fond som överskrider de kvantitativa placeringsreglerna avveckla den överskjutande delen av innehavet så snart det med hänsyn till marknadsförhållanden är lämpligt. Det ska ske senast när det kan göras utan förlust för fonden. Första och Andra AP-fonderna bör arbeta för att över tid minska andelen onoterade tillgångar men utan att det påverkar buffertkapitalet negativt. AP-fonderna bör när det är lämpligt överväga ”scenarioanalyser” för att närmare fastställa vilken marginal som behövs för att i framtiden inte riskera överträdelser av placeringsreglerna för onoterade tillgångar.

**Skälen för regeringens bedömning:** Första och Andra AP-fonderna har båda under 2015 haft en högre andel än den lagen om allmänna pensionsfonder fastlagda placeringsregeln om att högst 5 procent av tillgångarna får bestå av onoterade aktier och andra andelar i riskkapitalföretag, onoterade fordringsrätter samt andelar i fonder som placerar i aktier och andra andelar i onoterade företag. Onoterade tillgångar värderas med hjälp av de s.k. IPEV guidelines (International Private Equity and Venture Capital), där utgångspunkten är att tillgången ska värderas enligt s.k. verkligtvärdeprincipen (faktaruta 5.2). En sådan värdering av företaget görs normalt sett på årsbasis eller i samband med en försäljning av ett jämförbart företag. Värderingar av onoterade tillgångar påverkas således inte av kortsiktiga rörelser i aktiemarknaden. Principen bygger på att onoterade tillgångar är långsiktiga investeringar, varför det inte finns samma behov av löpande kortsiktig värdering.

Den internationella börsutvecklingen och den starka utvecklingen i den amerikanska dollarn är delförklaringar till varför Första och Andra AP-fonderna har överskridit begränsningen i placeringsreglerna. Båda fonderna har tagit fram en handlingsplan för hur respektive fond ska agera som därefter har följts. Enligt lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) ska en fond som överskrider de kvantitativa placeringsreglerna avveckla den överskjutande delen av innehavet så snart det med hänsyn till marknadsförhållanden är lämpligt. Den överskjutande delen ska dock avvecklas senast när det kan göras utan förlust för fonden. Försäljningar av riskkapitalfonder i förväg brukar normalt ske till betydande rabatter i förhållande till tillgångens verkliga värde, varför det kan vara svårt att avveckla tillgångar under en kort period utan att buffertkapitalet påverkas negativt.

Regeringen anser att Första och Andra AP-fonderna bör arbeta för att över tid minska andelen onoterade tillgångar, men utan att det påverkar buffertkapitalet negativt. Regeringen anser även att AP-fonderna när det är lämpligt bör göra ”scenarioanalyser” för att fastställa vilken marginal som behövs för att undvika motsvarande översteg av placeringsreglerna i framtiden.

### 6.3 Sammanfattning från revision

**Regeringens bedömning:** Det är av stor vikt att AP-fonderna har en god intern styrning och kontroll så att förtroendet för fonderna och även för pensionssystemet säkerställs. Revisorernas granskningar är en viktig del av detta. Att det i årets granskning inte framkom några väsentliga iakttagelser när det gäller revisionen av AP-fondernas årsbokslut för 2015 är positivt.

I granskningen konstateras dock att större finansiella institutioner som AP-fonderna inom ramen för vissa interna processer bör ha en högre mognadsgrad i kontrollmiljön än vad AP-fonderna generellt har i dag och att det kan vara lämpligt för AP-fonderna att utvärdera vilka delar som kan utvecklas.

Revisorerna konstaterar att AP-fonderna har bra rutiner och processer i den interna it-miljön men även att det är synnerligen

**Regeringens bedömning i föregående års skrivelse:** Det är viktigt att AP-fonderna har en god intern styrning och kontroll så att förtroendet för fonderna och pensionssystemet säkerställs. Därför är de granskningar som görs inom detta område av revisorerna av stor vikt. Det är positivt att revisorerna i granskningen av den interna kontrollen hade ett begränsat antal synpunkter och att fonderna har åtgärdat de brister som synpunkterna avsåg.

Sjunde AP-fonden realiserade under 2014 ett överskott i verksamheten för första gången, men trots detta är det rimligt att Sjunde AP-fonden bibehåller en viss rörlig kreditfacilitet i Riksgäldskontoret. På så sätt minskar risken för onödigt variation i avgiftsuttaget i det korta perspektivet men även för att det finns behov av ett balanserat överskott.

**Skälen för regeringens bedömning:** AP-fondernas redovisningsramverk har fortsatt att uppdateras under 2015. Informationen om transaktioner med närstående som återfinns i not har också utökats. Dessutom har AP-fonderna, med utgångspunkt från IFRS-regelverket (International financial reporting standards), definierats som investmentbolag. Detta innebär att alla innehav oavsett ägarandel ska värderas till verkligt värde och att AP-fonderna därmed inte ska upprätta en koncernredovisning. AP-fonderna är därmed ett steg närmre att fullt ut följa IFRS redovisningsprinciper. Revisorerna konstaterar i sin sammanfattande rapport om den granskning av AP-fonderna som genomförts för räkenskapsåret 2015, att verksamheten inom AP-fonderna bedrivs inom de riktlinjer som beslutats av respektive styrelse och att de granskade kontroller och processer som ledningarna har arbetat fram fungerar tillfredsställande. Det konstateras även att det inte har uppkommit några väsentliga iakttagelser från revisionen av årsboksluten för 2015.

Granskningen som revisorerna genomför av hur väl AP-fonderna följer riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna, visar att det finns ett fåtal anställningsavtal i Första och Andra AP-fonderna med längre uppsägningstid än vad riktlinjerna anger. Avvikelserna redovisas dock tydligt i dessa två fonders årsredovisningar och kvarstår på grund av att bedömningen av det skulle medföra betydande merkostnader att omförhandla avtalen.

Revisorerna konstaterar att det både för verksamheten och för redovisningen är centralt med väl fungerande it-system och en säker it-miljö. Revisorerna gör bedömningen att avseende generella it-kontroller så har samtliga AP-fonder bra rutiner och processer kring it-miljön och de observationer som gjorts på området är mindre noteringar som inte påverkar möjligheten att i revisionen av redovisningen förlita sig på de system som finns. Revisorerna noterar att kontroller avseende den finansiella rapporteringen till övervägande del är standardiserad och formaliserad. Samtidigt är det i dagens miljö viktigt att säkerställa en hög säkerhetsnivå inom hela it-miljön, t.ex. för att identifiera virus och intrångsförsök för att i sin tur skydda information i systemen. Denna säkerhetsnivå kan testas genom simulerade intrångsförsök. Att utreda om det genomförts är dock inte något som omfattas av revisionen.

Revisorerna gör en granskning av kontrollmiljön i AP-fonderna och konstaterar att kontrollmiljön är god. AP-fonderna bedöms ha en hög ambitionsnivå samt kunskap och integritet både i styrelse och i ledning när det gäller att etablera denna kontrollmiljö. Revisorerna har en skala med olika nivåer för kontrollmiljö, med fem grader, från otillförlitlig, informell, standardiserad, övervakad till slutligen optimerad (se figur 6.6). AP-fonderna bedöms vara i kategorin standardiserad. Detta sätt att beskriva kontrollmiljön är enligt revisorerna inte något som ska läsas som bra eller dåligt utan det beskriver bara mognadsgraden hos kontrollmiljön.

**Figur 6.6** Den interna kontrollen mognadsgrad



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 de dels inför regelbunden testning av utförda kontroller har rätt design och är effektiva, dels att en löpande återrapportering från kontrollfunktionerna till ledning och styrelse om hur effektivt det interna kontrollsystemet är. Revisorerna konstaterar att enligt deras erfarenhet bör en finansiell institution av AP-fondernas storlek sträva efter övervakad nivå för särskilt viktiga processer. Vissa andra processer kan däremot vara på standardiserad nivå, i det fall det inte bedöms vara nödvändigt att lägga ytterligare resurser.

Regeringen anser att AP-fonderna löpande bör utvärdera den interna kontrollmiljön. Revisorernas förslag, när det gäller att förstärka testning och rapportering kring vissa viktiga processer, bör också övervägas.

## 6.4 Hållbarhet och ägarstyrning

**Regeringens bedömning:** Hållbarhet är en väsentlig aspekt inom AP-fondernas förvaltning, i relation till den operativa risken såväl som marknadsrisken samt genom möjligheter till investeringar som förstärker avkastningen. Under 2015 har AP-fonderna fortsatt att utveckla arbetet med att integrera hållbarhetsaspekter i förvaltningen. Bland annat tog AP-fonderna under 2015 fram en gemensam metod för redovisning av koldioxidavtryck i aktieportföljerna. Det är av stor

vikt att arbetet att utveckla gemensamma metoder fortsätter även för andra tillgångsslag än aktier.

En viktig del av arbetet med hållbarhet är att söka få företag som AP-fonderna är ägare av, att i större utsträckning bidra till en hållbar utveckling. För att med legitimitet söka påverka, är det viktigt att AP-fonderna i den egna verksamheten agerar föredömligt. För att utvärdera detta interna hållbarhetsarbete inom vissa relevanta områden har AP-fonderna svarat på tre frågor som del av utvärderingen av verksamheten under 2015. Det kan konstateras att det interna miljöarbetet inom AP-fonderna är aktivt, och att ett kontinuerligt arbete bedrivits gällande affärsetik. Ett sådant arbete är dock aldrig färdigt och det är viktigt att AP-fonderna inte slår sig till ro utan fortsätter att fokusera på utveckling. Frågan om anställdas bisysslor är en viktig del i arbetet med att upprätthålla förtroendet för AP-fonderna och pensionssystemet i sin helhet. AP-fondernas interna riktlinjer och bedömningar av bisysslor bör därför motsvara vad som följer av gällande rätt och praxis. När det gäller jämställdhet har AP-fonderna inte kommit lika långt som med arbetet med affärsetik och miljöpåverkan. De bör därför intensifiera jämställdhetsarbetet inom kapitalförvaltningsfunktionen, eftersom denna dominerar av män i alla AP-fonderna.

Flera AP-fonder har inom ramen för ägarstyrning sökt påverka fossilberoende energibolag att öka transparens och att arbeta för minskat beroende av fossilt bränsle. För att förstärka effekten av påverkan är det lämpligt att AP-fonderna samarbetar sinsemellan och med andra institutionella investerare i så stor utsträckning som möjligt och använder tillgängliga medel för påverkan såsom aktieägarförslag för att arbeta för en hållbar utveckling. Ett annat område inom ägarstyrning där AP-fonderna bör samarbeta är utformning av rutiner och metoder för ägarstyrning av företag där en AP-fond eller flera har ett betydande direktägande. Det kan ske genom att Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna tar fram jämförbara och konsistenta mallar för ägardirektiv i direktägda bolag.

**Regeringens bedömning i föregående års skrivelse:** Hållbarhet är en väsentlig aspekt inom AP-fondernas verksamhet och att hållbarhetsaspekter integreras i förvaltningen är viktigt för att uppnå dels långsiktigt hög avkastning, dels god riskhantering. Det är även av betydelse för att allmänhetens förtroende för AP-fonderna och pensionssystemet ska upprätthållas. Årets uppföljning av de rekommendationer som gavs av McKinsey i föregående års utvärdering visar att AP-fonderna har fortsatt arbetet med att integrera hållbarhet i sina förvaltningsprocesser. På samma sätt som när det gäller förvaltningsstrategier så har AP-fonderna valt diversifierade strategier för hållbarhet för att säkra förankring i fondernas respektive investeringsstrategier. Det är angeläget att detta arbete fortsätter och att hållbarhetsfrågor är en integrerad del av fondernas respektive förvaltningsprocess.

Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna har nyligen redovisat koldioxidavtrycket i aktieportföljen och Sjätte AP-fonden har genomfört en analys av det koldioxidutsläpp som fondens investeringar leder till.

Det är av stor vikt att fonderna fortsätter att vara transparenta när det gäller den klimatpåverkan som respektive fonds investeringar finansierar. Fonderna bör även utveckla jämförbarheten i denna redovisning över tid med de andra AP-fonderna och med andra finansiella aktörer.

### Skälen för regeringens bedömning

#### *Utveckling av integration av hållbarhetsfrågor*

AP-fondernas kontinuerliga arbete med riktlinjer för miljö och etik är ett prioriterat område i regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet. Syftet är att följa upp utvecklingen i fonderna, med förslagen från betänkandet Etiken, Miljön och Pensionerna (SOU 2008:107) som grund. Metoden har utvecklats på uppmaning av riksdagen.

Modellen för utvärdering bygger på följande huvudsakliga moment:

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

AP-fonderna fortsätter att arbeta inom de områden där Kommittén om AP-fondernas etik- och miljöansvar lämnade rekommendationer, vilket är ett tecken på att dessa inte har förlorat i aktualitet. Bland de förslagen som kan genomföras inom ramen för gällande regelverk ingick följande rekommendationer:

- fondernas arbetssätt, organisation och kommunikation bör utformas med ledning av faktorer som främjar fondernas trovärdighet och – i förlängningen – förtroende (dvs. kompetens, öppenhet, integritet och välvilja),
- den värdegrund som ska ligga till grund för verksamheten bör utvecklas och tydliggöras,
- miljö och etik hanteras bäst genom att integreras i den löpande analysen och förvaltningen,
- miljö och etik kan integreras med fondernas ägarpolicyer,
- sådana ägarpolicyer bör övervägas för alla typer av tillgångar, inte enbart börsnoterade aktier,
- extern utvärdering av styrelsernas arbete bör göras regelbundet,
- det bör avsättas tillräckliga resurser för att säkerställa kvalitet i arbetet med miljö och etik,
- AP-fonderna kan utveckla samarbetet inom miljö och etik,
- principerna för bolagens ersättningsvillkor har viktiga förtroendimensioner och är därför en viktig uppgift för fonderna, och
- fondernas arbete med miljö och etik bör utvärderas regelbundet.



I tidigare års utvärderingar har vikten av att integrera hållbarhetsfrågor i den löpande analysen och förvaltningen lyfts fram. Regeringen anser, i linje med Kommittén om AP-fondernas etik och miljöansvar bedömning, att detta är det bästa sättet att hantera etik- och miljöfrågor. Samlingsbegreppet hållbarhet används i denna skrivelse i stället för etik och miljö, eftersom detta är ett bredare och mer aktuellt begrepp. Hållbarhet innefattar enligt den definition som utarbetats inom Regeringskansliet följande områden: miljö, mänskliga rättigheter, arbetsvillkor, antikorrupktion, affäretik, jämställdhet och mångfald.

Hur långt AP-fonderna kommit i integrationen av hållbarhetsfrågor har utvärderats löpande men i samband med utvärderingen för verksamheten 2013 genomförde McKinsey på uppdrag av regeringen en fördjupad analys av integration av hållbarhet (i enlighet med punkt 4 ovan). Denna följdes upp under 2014 då AP-fonderna i samband med utvärderingen av verksamheten fick svara på en enkät baserad på de förslag till vidare utveckling som McKinsey gav som en del av den fördjupade analysen.

#### *Utveckling i integration av hållbarhet under 2015*

Under året 2015 har flera av AP-fonderna utvecklat sitt arbete vidare med att integrera hållbarhetsaspekter i sin förvaltningsprocess.

Första AP-fonden har fortsatt att utveckla sin förvaltningsmodell som bygger på koncentrerade portföljer inom förvaltningen av aktier. Fonden har infört en tydlig process för utvärdering ur ett hållbarhetsperspektiv inför investeringsbeslut. Andra AP-fonden har genomfört en analys av kraftsektorn för att utvärdera riskerna främst relaterat till kolproducerad kraft. Som en följd av detta valde Andra AP-fonden att avveckla sina investeringar i 28 bolag inom kraftsektorn under året. Tredje AP-fonden satte tydliga hållbarhetsmål med sikte på 2018 och med årliga uppföljningar av måluppfyllnad. Målen är att 1) halvera fondens koldioxidavtryck, 2) mer än tredubbla innehavet i gröna obligationer, 3) fördubbla de strategiska hållbarhetsinvesteringarna, och 4) arbeta för att Vasakronan fortsatt leder utvecklingen av hållbarhetsarbetet inom fastighetsbranschen. Fjärde AP-fonden har fortsatt att utöka andelen innehav i lågkoldioxidstrategier och gröna obligationer. Vid årets slut var 22 procent av den globala portföljen investerad i lågkoldioxidstrategier. Sjätte AP-fonden fortsatte utveckla sitt hållbarhetsarbete som har fokus på miljö och klimatavtryck, och rekryterade en hållbarhetsspecialist i november 2014. Sjunde AP-fonden har fortsatt arbetet med integrering av hållbarhet men har även mer specifikt arbetat med sitt tema klimat. Under 2016 har fonden vatten som tema.

Regeringen ser mycket positivt på det arbete som AP-fonderna gör för att i allt större utsträckning integrera hållbarhet i förvaltningen av buffertkapitalet. För att AP-fonderna ska kunna göra väl avvägda beslut krävs naturligtvis att AP-fonderna har tillgång till god information kring hållbarhetsrisker och möjligheter. I det sammanhanget är ett EU-direktiv, (Direktiv 2014/95/EU/ från den 22 oktober 2014) med krav på hållbarhetsredovisning från företag av en viss storlek ett viktigt steg, eftersom det bör leda till att AP-fonderna får bättre information kring vilka hållbarhetsrisker- och möjligheter som kan finnas i ett företag.

Frågan om investeringar i kärnvapenrelaterad industri har fortsatt uppmärksammas i samhället under året. Icke-spridningsavtalet NPT (Nuclear Non-Proliferation Treaty) innehåller ett tydligt åtagande för kärnvapenstaterna om nedrustning och för icke-kärnvapenstaterna om att inte utveckla eller anskaffa kärnvapen. Inom ramen för NPT-arbetet har samtliga statsparter, däribland Sverige, åtagit sig att verka för att alla kärnvapen elimineras. Regeringen anser att det är en viktig fråga för AP-fonderna att fortsatt beakta.

För att säkerställa att AP-fondernas motparter/leverantörer arbetar med att integrera hållbarhetsaspekter i det löpande arbetet kan AP-fonderna integrera hållbarhetsaspekter i utvärdering av motparter/leverantörer.

AP-fonderna använder t.ex. olika slags analys från motparter. Det är viktigt att även sådan analys omfattar hållbarhetsaspekter för att underlätta för AP-fonderna att fatta välgrundade investeringsbeslut. AP-fonderna såväl som andra institutionella investerare gör regelbundna utvärderingar av dessa motparter. Regeringen anser att innefattande av hållbarhetsaspekter i utvärderingar av motparter/leverantörer skulle kunna vara ett bra steg vidare i arbetet med integration av hållbarhet i förvaltningsverksamheten. AP-fonderna lägger ut delar av sin förvaltning på externa förvaltare, och regeringen anser att det är lämpligt att ställa krav på dessa att integrera hållbarhet i sin förvaltningsprocess. Detta gäller inte minst i fråga om förvaltning av onoterade tillgångar.

#### *Utveckling av jämförbarhet i koldioxidredovisning*

I föregående års utvärdering framförde regeringen att det är av stor vikt att utveckla jämförbarheten i den redovisning som gjorts av respektive AP-fonds koldioxidavtryck av noterade aktier, med de andra AP-fonderna och med andra finansiella aktörer. Under 2015 har det tagits stora steg inom detta område och i oktober 2015 presenterade AP-fonderna för finansmarknadsminister Per Bolund hur de avsåg redovisa koldioxidavtryck för aktieportföljen på ett jämförbart sätt. Regeringen ser mycket positivt på detta arbete och vill samtidigt betona att det är viktigt att AP-fonderna arbetar för att motsvarande standarder utvecklas även för andra tillgångsslag.

#### *AP-fondernas interna hållbarhetsarbete*

Tidigare års utvärderingarna har främst koncentrerats kring hur AP-fonderna har integrerat hållbarhet i förvaltningsprocesserna. Som en del av denna integration bedriver AP-fonderna ett aktivt påverkansarbete för att få företag som de är ägare av att i ökande utsträckning agera hållbart. För att ha legitimitet i detta påverkansarbete är det dock av stor vikt med ett fullgott internt arbete med för fonderna relevanta hållbarhetsaspekter. Det är även av stor betydelse för allmänhetens förtroende för AP-fonderna och pensionssystemet. Därför har regeringen i samband med utvärderingen av verksamheten under 2015 valt att ställa ett antal frågor till AP-fonderna om respektive fonds interna hållbarhetsarbete. Nedan finns dessa tre frågor och en sammanfattning av de svar som AP-fonderna har lämnat.

1. *En beskrivning av hur det interna arbetet gällande affärsetik bedrivs och bifogat de interna policier som styr respektive AP-fonds affärsetiska agerande.*

Det kan konstateras att uppdraget att förvalta andra människors pengar ställer höga krav på ett etiskt förhållningssätt. Detta gäller i särskilt hög utsträckning Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas ”kunder”, eftersom de inte haft möjlighet att välja vem som ska förvalta kapitalet. Dessutom är det viktigt att fonderna och deras anställda inte agerar på ett sätt som riskerar att skada allmänhetens förtroende för pensionssystemet som helhet, eftersom buffertfonderna och Sjunde AP-fonderna är en viktig del av detta system. Alla AP-fonder har arbetat fram en för respektive fond specifik värdegrund utifrån vilken fondernas etiska arbete utgår.

När det gäller arbetet att utifrån värdegrunden etablera mer specifika policier, regler och riktlinjer har det delvis skett i ett samarbete mellan alla AP-fonderna om en gemensam policy för vissa områden relaterade till affärsetik – AP-fondernas gemensamma policy för ersättningar, personalförmåner, representation och tjänsteresor. Denna policy har sedan inom varje AP-fond kompletterats med mer detaljerade interna riktlinjer och instruktioner. När det gäller utformning av dessa interna policier, riktlinjer och regler kan det konstateras att det finns vissa skillnader i både detaljeringsgrad och innehåll.

AP-fonderna involverar ofta hela personalen i arbetet med att vidareutveckla interna policier, riktlinjer och rutiner, genom diskussioner och workshops kring relevant etiska frågeställningar. Till exempel genomförde Första AP-fonden i december 2015 en fondgemensam diskussion kring mutbrott och fondens policier och riktlinjer på området. Även de andra AP-fonderna har haft liknande diskussioner internt. Ett annat exempel är den halvdagsutbildning som Fjärde AP-fonden planerar för samtliga anställda tillsammans med en extern konsult med övningar/case-studies rörande fondens personal och etikrelaterade policier.

Men även med detaljerade riktlinjer kan det uppkomma praktiska situationer när dessa inte ger ett klart svar på hur en person bör agera och då är det av vikt att fondernas personal har gott omdöme och hög integritet. En metod som har använts av ett antal fonder för att stärka personalen i situationer då de ska avgöra specifika frågor är s.k. dilemmadiskussioner. Om en person är osäker på hur en situation ska hanteras finns det förstås möjlighet att vända sig till närmaste chef, verkställande direktören, ansvarig för compliance eller chefsjurist. Några fonder har även system för s.k. visselblåsare där det är möjligt att rapportera missförhållanden anonymt.

Vissa områden är speciellt viktiga för AP-fonderna att ha tydliga regler kring. Nedan följer några exempel. Bland annat är det viktigt med regler när det gäller anmälningsplikt för innehav i och handel med finansiella instrument för personalen. AP-fonderna är betydande aktörer i handeln i finansiella instrument på den finansiella marknaden, och AP-fonderna kan därmed påverka marknaden. Lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) föreskriver att styrelseledamöter, revisorer, samt arbetstagare och uppdragstagare som styrelsen bestämmer är skyldiga att skriftligen anmäla innehav i finansiella instrument samt

förändringar av innehav. De interna reglerna hos AP-fonderna har därutöver utformats med utgångspunkt från Svenska Fondhandlareföreningens regler om affärer med finansiella instrument gjorda för egen räkning och bestämmelser i lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument och lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.

Alla AP-fonder har delar av förvaltningen utlagd på externa leverantörer/förvaltare, men hos Sjunde AP-fonden är i stort sett hela förvaltningen utlagd. Sjunde AP-fonden påpekar därför vikten av att det interna regelverket på ett tydligt sätt ska vara utformat så att anställda i varje situation har klara förhållningsregler till stöd för sitt agerande vid kontakter med befintliga – och potentiella – externa leverantörer och affärskontakter. Även om andelen extern förvaltning är mer begränsad (mellan 17 och 31 procent) för Första–Fjärde AP-fonderna har fonderna i sin verksamhet även ett stort antal externa motparter när det gäller affärstransaktioner. De regler som AP-fonderna har när det gäller gåvor, representation och andra förmåner är även viktiga i detta sammanhang.

Affärsetik i vid bemärkelse är av stor vikt för förtroendet för både AP-fonderna och för pensionssystemet som helhet. Det är därför viktigt att AP-fonderna är goda exempel när det gäller utformning av interna regler och policyer och efterlevnaden av dessa. Regeringen anser att det är av stor vikt att regler och policyer kontinuerligt utvecklas utifrån förändringar i gällande lagstiftning, såsom det har skett när det gäller policyer gällande korruption. Lagstiftningen för AP-fonderna är begränsad inom detta område och sedan den infördes år 2000 har det varit en snabb utveckling inom lagstiftning och utveckling av praxis när det gäller hantering av affärsetik inom den privata finansiella marknaden. AP-fonderna har därför sökt utgångspunkter som kompletterar det som anges i lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) för utveckling av interna regler, riktlinjer och policyer. Regeringen önskar att AP-fonderna fortsätter med detta viktiga arbete för att utveckla interna styrmedel och säkra efterlevnaden av dessa.

I anslutning till resonmanget om vikten av tydliga interna riktlinjer, regler och policyer och efterlevnaden av dessa, finns det anledning att något beröra frågan om bisysslor när det gäller anställda i AP-fonderna. Inledningsvis kan det konstateras att AP-fonderna är statliga myndigheter under regeringen och att fondernas anställda därmed omfattas av reglerna i lagen (1994:260) om offentlig anställning (LOA). LOA innehåller bl.a. bestämmelser om hur arbetstagares bisysslor ska hanteras och bedömas (7–7 d).

Av LOA följer att en arbetstagare inte får ha någon anställning eller något uppdrag eller utöva någon verksamhet som kan rubba förtroendet för hans eller någon annan arbetstagares opartiskhet i arbetet eller som kan skada myndighetens anseende. Vid prövningen av vad som utgör en förtroendeskadlig bisyssla ska en samlad bedömning av omständigheterna i det enskilda fallet göras. Det är arbetsgivaren som ska avgöra om en bisyssla ska tillåtas och arbetstagaren är skyldig att lämna de uppgifter som krävs för att arbetsgivaren ska kunna utföra prövningen (7 b och 7 c §§ LOA). Vem som representerar arbetsgivaren när det gäller bedömningen av en arbetstagares bisysslor kan variera något beroende på organisationens struktur och interna regler. När det gäller den

verkställande direktören i en AP-fond kan dock följande konstateras. Den verkställande direktören utses av styrelsen och ska sköta den löpande verksamheten enligt styrelsens riktlinjer och anvisning, se 3 kap. 9 § lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). Av detta följer att den verkställande direktören är att betrakta som myndighetens chef och att styrelsen är den verkställande direktörens arbetsgivare. Det åligger därmed styrelsen att pröva tillåtligheten av den verkställande direktörens eventuella bisysslor.

Frågan om myndighetschefers bisysslor diskuterades i Bisysseutredningens betänkande Offentligt anställdas bisysslor (SOU 2000:80 s. 168 f.). Utredningen konstaterade att en restriktiv syn på verkschefer bisysslor bör gälla och att det är synnerligen angeläget att verkschefer föregår med gott exempel eftersom de har de allmänhetens och massmedias ögon på sig och anger tonen när det gäller bisysslor för övriga anställda. Vidare anförde utredningen att mycket stor försiktighet bör iakttas i fråga om konsultverksamhet och styrelseuppdrag i affärsföretag, särskilt om det finns anknytning till myndighetens verksamhetsområde.

De bestämmelser i lag som gäller bisysslor och den praxis som finns på området bör återspeglas i av AP-fonderna antagna interna riktlinjer. De interna riktlinjerna ska syfta till att närmare reglera hur frågor om bisysslor inom respektive fond ska hanteras, t.ex. genom att innehålla information om vad om vad som åligger den anställde.

Frågan om bisysslor för anställda i AP-fonderna är en viktig del i arbetet med att upprätthålla förtroendet för fonderna och pensionssystemet i sin helhet. Regeringen vill därför betona vikten av att frågan tas på allvar.

## *2. En beskrivning av hur arbetet avseende den interna miljöpåverkan bedrivs.*

AP-fonderna är relativt små organisationer med mellan 24 och 64 anställda vid slutet av 2015. Alla AP-fonder har interna regler som behandlar AP-fondens egna direkta miljöpåverkan. En liten organisation hindrar inte ett systematiskt arbete med att minska den direkta miljöpåverkan. Ett exempel är Andra AP-fondens interna miljöarbete med miljöcertifiering (Miljödiplomering) i enlighet med Svensk Miljöbas. Denna standard har samma grundläggande krav som miljöledningssystemet ISO 14001, men kraven på skriftliga rutiner och dokumentstyrning är något mindre än för miljödiplomering. Miljöpåverkan i AP-fondernas interna verksamhet sker i huvudsak genom energiförbrukning för uppvärmning och kylning av kontorslokaler, belysning och elektronisk utrustning, förbrukning av kontorsmaterial samt resor.

AP-fonderna hyr sina kontorslokaler men har generellt hyreskontrakt med fastighetsägare som har fokus på lokalernas miljöpåverkan och som arbetar med gröna kontrakt och/eller miljöcertifiering av lokalerna. Detta leder till ett aktivt arbete från hyresvärd såväl som av hyresgäst när det gäller frågor som energianvändning, energieffektivisering och sopsortering. Den största direkta miljöpåverkan kommer dock från tjänsteresor. Eftersom AP-fonderna har stor andel av kapitaltillgångarna i utländska innehav, sker resor normalt utanför landet och då med flyg.

Eftersom det är svårt att använda andra resesätt än flyg för resor till utlandet, söker AP-fonderna i stället att när det är möjligt i ökande utsträckning använda video-, telefon- och webbkonferenser. Som ett exempel så redovisar Sjätte AP-fonden att användningen av videokonferenssystemet ökade från i snitt 1,8 timmar per dag under 2014 till 2,2 timmar per dag under 2015, vilket var långt över fondens mål.

Andra och Sjätte AP-fonderna är lokaliserade i Göteborg och har därför fler resor inom landet än de övriga AP-fonderna. De båda Göteborgsbaserade AP-fonderna har de senaste åren arbetat aktivt med att öka andelen tågresor framför allt mellan Göteborg och Stockholm. Andra AP-fonden satte 2008 som mål att 50 procent av resandet mellan Stockholm och Göteborg skulle ske med tåg. Målet har därefter reviderats och för fonden som helhet är nu målet 85 procent. Sjätte AP-fonden har ökat sin andel generellt inrikes resande från 28 procent 2014 till 37 procent 2015.

När det gäller det totala resandet oavsett om det är med flyg eller tåg har AP-fonderna lite olika syn på klimatkompensation. Sjätte AP-fonden klimatkompenserar sina resor. Första AP-fonden beslutade 2016 att klimatkompensera den egna verksamheten för 2015. Andra AP-fonden har valt att inte klimatkompensera, eftersom fonden ansåg att det var viktigt att först arbeta med att reducera utsläpp. I det sammanhanget sågs klimatkompensation som en sätt att ”köpa sig fri” från att arbeta med minskningar. Andra AP-fonden har valt att i stället för att klimatkompensera inrätta ett uppsatspris inom Finans och hållbarhet (prissumman motsvarade ungefär vad klimatkompensering för fondens flygresor skulle kosta). Fjärde AP-fonden har övervägt att klimatkompensera resor, men har avstått eftersom det ansetts för otydligt huruvida kompensationen går till bra projekt eller inte. Fonden avser dock göra en ny utvärdering av detta. Sjunde AP-fonden har valt att inte klimatkompensera, eftersom fonden är skeptisk till kompensationens effektivitet som lösning på klimatproblemen, och eftersom den bedömer att den reella effekten är begränsad. Fonden anser att det inte är försvarbart att använda spararnas medel till klimatkompensation. I stället har fonden lagt resurser på att installera en sol- och vindkraftanläggningen på taket av sin kontorsbyggnad.

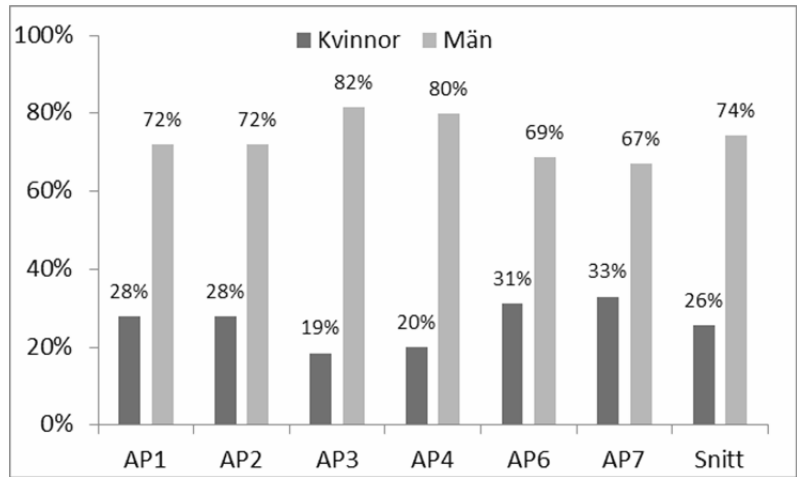
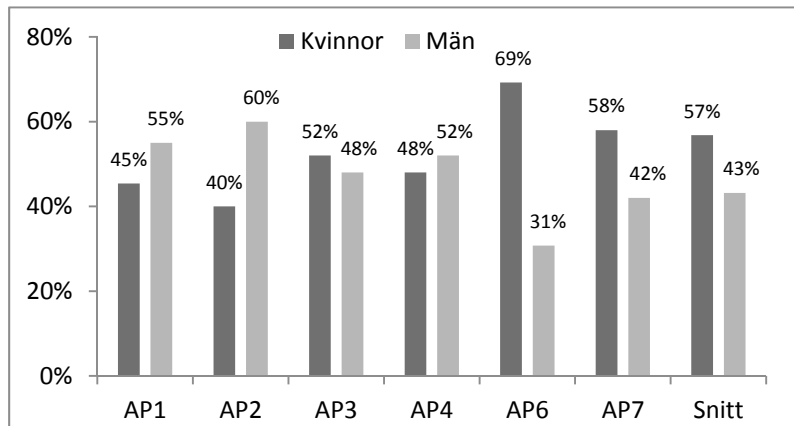
Regeringen ser positivt på det arbete som sker i samarbete med respektive hyresvärdar för att minska den direkta miljöpåverkan från resursanvändning hänförlig till AP-fondernas respektive kontor. Regeringen ser positivt på de ansträngningar som fonderna gör för att ersätta resande med video-, telefon- och webbkonferenser och för att fondernas personal i större utsträckning ska välja tåg framför flyg för inrikes resor. Regeringen anser att det är viktigt att AP-fonderna agerar föredömligt när det gäller det egna koldioxidavtrycket för att med legitimitet kunna verka för ett minskat koldioxidavtryck i de företag som AP-fonderna investerar i.

3. *En beskrivning av hur det interna arbetet med jämställdhet och mångfald bedrivs och bifogat en redovisning av fördelningen mellan män och kvinnor fördelat mellan Ledning, Chefer, Kapitalförvaltning och Administration.*

Den statistik som AP-fonderna har ombetts att skicka in när det gäller hur de anställda fördelas mellan män och kvinnor i de olika kategorierna, ledning, chefer, kapitalförvaltning och administration visar tydligt att AP-fondernas organisationer har obalanser när det gäller jämställdhet, framför allt i fråga om positioner inom kapitalförvaltningen. När det gäller både ledning och chefer är fördelningen lite jämnare mellan kvinnor och män än inom kapitalförvaltningen. Inom AP-fondernas stödfunktioner är det i genomsnitt fler kvinnor än män, men det är relativt stor spridning i fördelning mellan kvinnor och män mellan de olika AP-fonderna. I figurerna 6.7 och 6.8 nedan redovisas andelen kvinnor och män i AP-fonderna dels inom kapitalförvaltningen, dels inom stödfunktioner.

Regeringen har när det gäller utnämningar av styrelseledamöter i AP-fonderna under många år arbetat aktivt för att säkerställa jämställda styrelser. Det är emellertid tydligt att arbetet inom AP-fonderna inte har kommit lika långt när det gäller jämställdhet, framför allt inom kapitalförvaltningsverksamheten. Det kan dock konstateras att AP-fonderna har haft låg omsättning i personalen under relativt många år, vilket har begränsat möjligheten att arbeta för mer jämställda organisationer. En del initiativ har nyligen varit möjliga att ta för att utjämna obalanser, eftersom flera AP-fonder under 2015 haft en något större personalomsättning än tidigare. Detta framgår t.ex. av statistik från Tredje AP-fonden där andelen kvinnor i kapitalförvaltningen var 18,5 procent vid slutet av 2015. Om kända rekryteringar och avslut inkluderas ökar andelen däremot till 20,5 procent.

Flera av AP-fonderna argumenterar i t.ex. sina hållbarhetsrapporter för vikten av jämställda organisationer, eftersom det leder till bättre resultat, lönsamhet och konkurrenskraft. Regeringen håller helt med om detta och anser därför att AP-fonderna bör arbeta mer intensivt med att få en bättre balanserade organisationer ur ett jämställdhets- och mångfaldsperspektiv.

**Figur 6.7 Fördelning män och kvinnor i kapitalförvaltningen****Figur 6.8 Fördelning män och kvinnor i administrationen**

För att sammanfatta svaren i enkäten, kan regeringen konstatera att AP-fonderna tar sitt interna arbete med hållbarhetsaspekterna, affärsetik, miljöpåverkan och jämställdhet på stort allvar. Regeringen anser att detta är av stor vikt, för att säkerställa allmänhetens förtroende för AP-fonderna och för pensionssystemet som helhet. Dessutom är det av stor vikt att AP-fonderna agerar föredömligt när det gäller hållbarhet, eftersom de inom ramen för sitt påverkansarbete ställer krav på företag som de investerar i att ta hänsyn till och kontinuerligt arbeta med för företaget relevanta hållbarhetsaspekter. För att förstärka prioriteringen av det interna hållbarhetsarbetet anser regeringen att AP-fonderna kan överväga att där det är relevant och lämpligt integrera relevanta hållbarhetsaspekter i de utvecklingssamtal som genomförs med AP-fondernas personal.

Regeringen anser även att det är av stor vikt att AP-fonderna fortsätter att för relevanta hållbarhetsaspekter vidareutveckla interna regler och



policier och även säkra efterlevnaden internt av dessa. Det är ett arbete där ingen organisation kan slå sig till ro, utan det kräver konstant utveckling. Regeringen anser dessutom att AP-fonderna bör arbeta aktivt för att organisationerna över tid ska bli mer jämställda. Det kan konstateras att AP-fonderna kan göra mer på området, särskilt när det gäller den centrala kapitalförvaltningsverksamheten som inom alla AP-fonderna fortsatt domineras av män.

### *Ägarstyrning*

AP-fonderna har de senaste åren arbetat med att i allt större utsträckning integrera hållbarhetsaspekter i respektive fonds analys och investeringsprocess. Om en sådan analys kommer fram till att ett företag inte tar hänsyn till hållbarhetsrisker i tillräckligt stor utsträckning, kan en investerare välja att inte investera eller att avveckla ett befintligt innehav. Ett annat alternativ är att genom dialog försöka påverka företag att förbättra hanteringen av relevanta hållbarhetsrisker. Påverkansarbete inom ramen för Första–Fjärde AP-fonderna sker ofta med utgångspunkt från fondernas gemensamma Etikråd eller tillsammans med andra svenska och internationella institutionella investerare. Detta görs i syfte att som minoritetsägare öka möjligheten till genomslagskraft för de förslag till förändringar som förs fram.

Några av AP-fonderna har den senaste tiden som komplement till dialog vid ett antal tillfällen lagt fram aktieägarförslag vid ett antal företags bolagsstämmor omförändringar. Detta har gällt bl.a. företag inom fossil bränsleproduktion, såsom BP, Shell och Statoil. Innehållet i dessa aktieägarförslag omfattade t.ex. krav på utökad rapportering av koldioxidutsläpp men även åtgärder som syftar till att företaget minskar beroendet av fossila energilösningar över tid. Regeringen ser mycket positivt på att AP-fonderna i sitt påverkansarbete ställer ökande krav på företag att minska fossilberoendet, eftersom detta över tid leder till minskad klimatpåverkan från dessa företag. Generellt sett ser regeringen positivt på att AP-fonderna agerar som ansvarsfulla ägare och detta gärna i samarbete med övriga AP-fonder och andra investerare för att öka möjligheten till påverkansarbete.

I företag där AP-fonderna äger en betydande andel (Första–Fjärde AP-fonderna får enbart direktägda företag verksamma inom fastigheter, medan Sjätte AP-fonden får direktägda företag inom alla sektorer) av företaget i fråga är möjligheten till påverkan större än i minoritetsinnehav. Dessutom faller med ett större ägande även en större del av ansvaret på AP-fonderna att som ägare följa upp dessa företags agerande, både generellt men även specifikt när det gäller relevanta hållbarhetsaspekter inklusive intern styrning och kontroll.

Regeringen anser att det är av stor vikt att AP-fonderna i de företag där de har en betydande ägarandel även tar ett stort ansvar för ägarstyrning. Regeringen anser dessutom att det vore rimligt att AP-fonderna ställer jämförbara krav på de av AP-fonderna direktägda företagen. Det är därför lämpligt att Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna tar fram jämförbara och konsistenta ägardirektiv för direktägda bolag. Det är svårt att se att det finns anledning till att AP-fonderna sinsemellan ska ställa olika krav på enskilda direktägda företag. Detta särskilt som flera företag

samågs av två eller flera AP-fonder. Det kan även påpekas att det är av vikt att AP-fonderna fortsätter att utveckla en transparent och jämförbar kommunikation kring hur de agerar som ägare både när det gäller minoritets- och majoritetsinnehav.

## 6.5 Samarbete mellan AP-fonderna

**Regeringens bedömning:** I departementspromemorian Nya regler för AP-fonderna som remitterades i juni 2015, ingick förslag för ökat samarbete mellan AP-fonderna inom främst två olika delar, nämligen förvaltning av onoterade tillgångar och administration. Syftet med dessa förslag var att öka effektiviteten i förvaltningen av buffertkapitalet och därmed minska kostnaderna och därmed maximera avkastningen av buffertkapitalet. AP-fonderna samarbetar redan i dag inom ett par områden, men det finns möjligheter att utöka samarbetet oberoende av ny lagstiftning.

**Skäl för regeringens bedömning:** Effektivitet i förvaltningen är av stor vikt för att minimera kostnaderna för förvaltningen och därmed maximera avkastningen. I denna utvärdering finns ett antal förslag till utökad samarbete mellan AP-fonderna. Förslagen omfattar t.ex. att ta fram jämförbara och konsistenta mallar för ägardirektiv för direktägda bolag, gemensam definition för tillgångar inom alternativa tillgångar (för att skapa förutsättningar för utvärdering och jämförelse) och att se över vilka möjligheter det finns att fördjupa samarbete inom arbetet med risk och kontroll.

Det finns dock betydligt mer att göra och i departementspromemorian Nya regler för AP-fonderna (Ds 2015:34) som remitterades i juni 2015 ingick förslag för ökat samarbete, framför allt när det gäller onoterade tillgångar och administration. I remissvar från AP-fonderna, framförde de bl.a. att AP-fonderna bör samarbeta i så hög utsträckning som möjligt, men själva bestämma vilka områden som lämpar sig bäst för ett samarbete, och även vilken samarbetsform som lämpar sig bäst i respektive fall. Däremot avstyrkte AP-fonderna den struktur för samarbete som föreslogs i departementspromemorian.

Regeringen anser därför att det är viktigt att AP-fonderna gemensamt ser över vilka möjligheter som finns för samarbete när det gäller att förbättra kostnadseffektivitet 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. Det finns med stor sannolikhet ett flertal områden där AP-fonderna kan samarbeta utan att det påverkar självständigheten i förvaltningen eller diversifieringen av investeringsportföljerna.

## 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. Könsfördelningen ska vara så jämn som möjligt.

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

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

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

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

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

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

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

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 sig om att den *totala ersättningen* är rimlig, präglad av måttfullhet och väl avvägd, samt bidrar till en god etik och organisationskultur.

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

#### *Tillämpningsområde*

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

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

#### *Styrelsens ansvarsområde*

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

Av styrelsens riktlinjer ska bland annat framgå

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

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

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

### *Ersättningsprinciper*

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

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

Skr. 2015/16:130

Bilaga 1

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

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

Skr. 2015/16:130

Bilaga 2

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

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, som i vissa delar för Sjunde AP-fondens del hänvisar till lagen (2004:46) om investeringsfonder. En skillnad mot övriga investeringsfonder 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.

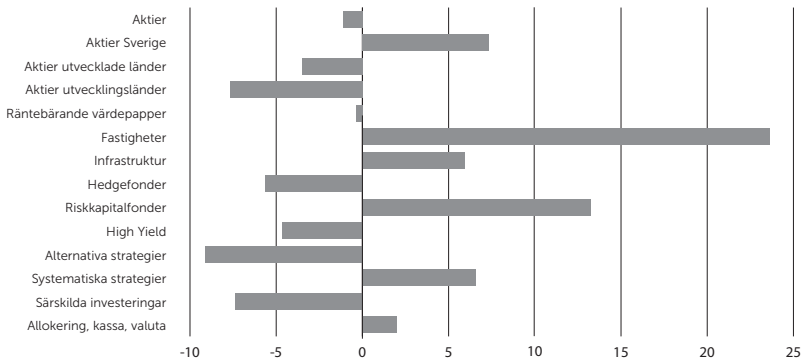
## ÅRET I KORTHET

Resultatet för 2015 innebär att Första AP-fondens avkastning ligger i nivå med det långsiktiga målet om en real avkastning på 4,0 procent efter kostnader över rullande tioårsperioder, både under 2015 och under tioårsperioden 2006–2015. Sedan starten 2001 har Första AP-fonden avkastat 165 mdkr efter kostnader. Under samma period har fondens avkastning överträffat inkomstindex med 2,6 procent per år.

- Resultatet för 2015 uppgick till 11 340 (36 424) efter kostnader. Det motsvarar en avkastning på 4,0 procent (14,6) efter kostnader. De senaste tio åren har fondens genomsnittliga avkastning uppgått till 5,5 procent efter kostnader.
- Fondens avkastning översteg även detta år den förändring av inkomstindex (2,0 procent) som skedde mellan 2015 och 2016.
- I reala termer var avkastningen 3,9 procent under 2015.
- Fonden redovisar en hög avkastning inom fastigheter, riskkapitalfonder och infrastruktur för 2015.
- Första AP-fonden har betalat ut 29,9 mdkr sedan 2009, varav 4,9 mdkr under 2015, för att täcka avgiftsunderskottet i inkomstpensionssystemet.
- Fondens förvaltningskostnader var 493 mkr (456) vilket motsvarar 0,17 procent (0,17) av genomsnittligt förvaltad kapital. Fondens kostnader är låga i en internationell jämförelse.
- Första AP-fonden samarbetar ofta med andra AP-fonder och andra investerare. Under 2015 köpte fonden exempelvis eldistributionsföretaget Ellevio av Fortum tillsammans med Tredje AP-fonden, Folksam och Borealis Infrastructure Management.
- Ett annat exempel på samarbeten är fastighetsbolaget Cityhold Properties som tidigare ägdes till hälften av vardera Första AP-fonden och Andra AP-fonden. Under 2015 fusionerades bolaget med TIAA-CREF:s europeiska fastigheter. Bolaget, som bytte namn till Cityhold Property Partners, är idag dubbelt så stort som tidigare och har fortsatta ambitioner att växa.



Avkastning per tillgångslag 2015, procent



Femårsöversikt

	2015	2014	2013	2012	2011
Avkastning före kostnader, %	4,1	14,8	11,3	11,4	-1,7
Förvaltningskostnadsandel, %	0,17	0,17	0,14	0,14	0,12
Avkastning efter kostnader, %	4,0	14,6	11,2	11,3	-1,9
Resultat efter kostnader, mdkr	11,3	36,4	25,7	24,2	-4,2
Nettoflöden, mdkr	-4,9	-5,1	-6,9	-3,8	-1,2
Fondkapital vid årets slut, mdkr	290,2	283,8	252,5	233,7	213,3

Exponering, % av totalportföljen	2015	2014	2013	2012	2011
Aktier	34,7	48,9	49,2	47,4	49,2
– varav svenska aktier	12,3	11,6	12,0	11,4	12,6
Räntebärande värdepapper	30,2	30,9	31,2	36,4	40,9
– varav räntebärande inom övriga tillgångar	2,3	3,3	1,5		
Fastigheter	11,1	8,8	8,8	7,7	5,6
Infrastruktur	2,9	–	–	–	–
Hedgefonder	4,8	5,9	4,9	4,3	0,2
Riskkapitalfonder	5,0	4,4	3,3	3,2	2,8
High Yield	2,9				
Alternativa strategier	4,4				
Systematiska strategier	5,2	5,6	4,8	0,7	0,6
Särskilda investeringar	1,1				
Valuta	31,3	35,1	29,2	27,4	21,3
Andel extern förvaltning, %	31,0	34,6	37,1	39,3	41,4



## RESULTATRÄKNING

Mkr	Not	2015-12-31	2014-12-31
<b>Rörelsens intäkter</b>			
Räntenetto	1	1 371	2 626
Erhållna utdelningar		5 388	3 999
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	2	-1 481	8 549
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	3	4 391	6 046
Nettoresultat räntebärande tillgångar		-1 349	3 888
Nettoresultat, derivatinstrument		-144	-2 310
Nettoresultat, valutakursförändringar		3 657	14 082
Provisionskostnader	4	-308	-279
<b>Summa rörelsens intäkter</b>		<b>11 525</b>	<b>36 601</b>
<b>Rörelsens kostnader</b>			
Personalkostnader	5	-116	-120
Övriga förvaltningskostnader	6	-69	-57
<b>Summa rörelsens kostnader</b>		<b>-185</b>	<b>-177</b>
<b>Resultat</b>		<b>11 340</b>	<b>36 424</b>

## BALANSRÄKNING

Mkr	Not	2015-12-31	2014-12-31
<b>Tillgångar</b>			
Aktier och andelar, noterade	7	123 667	132 907
Aktier och andelar, onoterade	8	67 788	60 617
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	9	90 103	90 567
Derivat	10	2 275	622
Kassa och bankmedel		6 420	2 112
Övriga tillgångar	11	1 380	162
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	12	915	866
<b>Summa tillgångar</b>		<b>292 548</b>	<b>287 853</b>
<b>Skulder</b>			
Derivat	10	730	3 908
Övriga skulder	13	1 566	89
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	14	45	45
<b>Summa skulder</b>		<b>2 341</b>	<b>4 042</b>
<b>Fondkapital</b>			
	15		
Ingående fondkapital		283 811	252 507
Nettobetalingar mot pensionssystemet		-4 944	-5 120
<b>Årets resultat</b>		<b>11 340</b>	<b>36 424</b>
<b>Summa Fondkapital</b>		<b>290 207</b>	<b>283 811</b>
<b>Summa Fondkapital och skulder</b>		<b>292 548</b>	<b>287 853</b>
Poster inom linjen	16	32 103	20 142

## NOTER

Första AP-fonden, organisationsnummer 802005-7538, är en av buffertfonderna inom det svenska pensionssystemet med säte i Stockholm. Årsredovisning för räkenskapsåret 2015 har godkänts av styrelsen den 17 februari 2016. Resultaträkning och balansräkning skall fastställas av regeringen.

## REDOVISNINGS- OCH VÄRDERINGS- PRINCIPER

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 omfattande 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-fonderna uppfyller kraven för att definieras som investmentföretag enligt IFRS 10. Mot nu gällande IFRS är enda större skillnaden att kassaflödesanalys ej upprättas. Redovisnings- och värderingsprinciper är oförändrade jämfört med föregående år.

### 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 legal rättighet att nettoredovisa transaktioner och när det finns 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 dotterbolag/intressebolag

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder upptas aktier i dotterbolag/intressebolag 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 tillgångslogg 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, Russel), 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 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 avseende onoterade fastighetsaktier baseras på en värdering enligt substansvärdemetoden i den mån aktien inte varit föremål för transaktioner på en andrahandsmarknad. En metodutveckling för värdering av innehav i onoterade fastighetsbolag skedde 2013 i syfte att säkerställa värdering till verkligt värde. Från och med 2013 värderas uppskjutna skatteskulder till ett värde som används vid fastighetstransaktioner vilket skiljer sig mot den värdering som sker i redovisningen hos fastighetsbolagen. Den ändrade metoden för att beräkna verkligt värde har påverkat 2013 års resultat, se vidare not Nettoresultat Onoterade aktier och andelar.

#### 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, SEB). 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 räntjusteringstillfälle och ingår i redovisad ränteintäkt.

#### 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. 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 värdepapperet 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 Första AP-fonden har rätt att förfoga över erhållen kontantsäkerhet redovisas denna i balansräkningen som en tillgång och en motsvarande skuld. I övriga fall 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 direkta transaktionskostnader 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 aktuell 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**

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

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

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

**NOT 1 Räntenetto**

Mkr	2015	2014
<b>Ränteintäkter</b>		
Obligationer och andra räntebärande värdepapper	1 986	2 364
Derivat	140	431
Övriga ränteintäkter	36	13
<b>Summa ränteintäkter</b>	<b>2 162</b>	<b>2 808</b>
<b>Räntekostnader</b>		
Derivat	-788	-182
Övriga räntekostnader	-3	0
<b>Summa räntekostnader</b>	<b>-791</b>	<b>-182</b>
<b>Summa räntenetto</b>	<b>1 371</b>	<b>2 626</b>

**NOT 2 Nettoresultat, noterade aktier och andelar**

Mkr	2015	2014
Nettoresultat	-1 407	8 598
Avgår courtage	-74	-49
<b>Nettoresultat, noterade aktier och andelar</b>	<b>-1 481</b>	<b>8 549</b>

**NOT 3 Nettoresultat, onoterade aktier och andelar**

Mkr	2015	2014
Realisationsresultat	1 899	69
Orealiserade värdeändringar	2 492	5 977
<b>Nettoresultat, onoterade aktier och andelar</b>	<b>4 391</b>	<b>6 046</b>

**NOT 4 Provisionskostnader**

Mkr	2015	2014
Externa förvaltningsarvoden, noterade tillgångar	-171	-153
Externa förvaltningsarvoden, onoterade tillgångar	-118	-109
Övriga provisionskostnader, inklusive depåbankskostnader	-19	-17
<b>Provisionskostnader</b>	<b>-308</b>	<b>-279</b>

I provisionskostnader ingår inte prestationsbaserade kostnader. Dessa har under året uppgått till 34 mkr (34 mkr) och reducerar nettoresultatet för den tillgång som förvaltats.

Externa förvaltararvoden för onoterade tillgångar redovisas som provisionskostnad i den mån avtalen ej medger återbetalning före vinstdelning i samband med framtida vinstgivande avyttringar. Under året har 71 mkr (84 mkr) redovisats som en del av tillgångens anskaffningsvärde. Totalt uppgår förvaltararvoden för onoterade tillgångar till 189 mkr (193 mkr).

**NOT 5 Personal**

Antal anställda	2015			2014		
	Totalt	Män	Kvinnor	Totalt	Män	Kvinnor
Medelantal anställda	53	35	18	51	36	15
Antal anställda vid årets utgång <sup>1)</sup>	55	36	19	51	35	16
Antal personer i ledningsgruppen 2015-12-31	5	4	1	5	4	1

1) Vid utgången av 2015 var en person projektanställd.

Personalkostnader 2015, tkr	Löner och arvoden	Pensionskostnader	Varav löneväxling	Sociala kostnader <sup>1</sup>	Summa
Styrelsens ordförande	113			36	149
Övriga styrelseledamöter (8 pers)	510			160	670
VD	2 849	2 436	1 260	1 486	6 771
<b>Ledningsgrupp exklusive VD</b>					
Chef Kapitalförvaltning	2 724	437		1 064	4 225
Chef Ägarstyrning och kommunikation	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 <sup>2</sup>	51 704	19 727	3 547	20 948	92 379
<b>Summa</b>	<b>62 678</b>	<b>24 338</b>	<b>4 820</b>	<b>25 508</b>	<b>112 524</b>
Övriga personalkostnader					3 902
<b>Summa personalkostnader</b>					<b>116 426</b>

Personalkostnader 2014, tkr	Löner och arvoden	Pensionskostnader	Varav löneväxling	Sociala kostnader <sup>1</sup>	Summa
Styrelsens ordförande	113			36	149
Övriga styrelseledamöter (8 pers)	511			161	672
VD	2 731	2 369	1 260	1 434	6 534
<b>Ledningsgrupp exklusive VD</b>					
Chef Kapitalförvaltning	2 694	437		952	4 083
Chef Ägarstyrning och kommunikation	1 614	664	13	668	2 946
Chef Affärsstöd	1 786	1 216	21	857	3 859
Chef HR	1 391	544		570	2 505
Övriga anställda <sup>2</sup>	56 230	19 572	3 383	21 854	97 656
<b>Summa</b>	<b>67 070</b>	<b>24 802</b>	<b>4 677</b>	<b>26 532</b>	<b>118 404</b>
Övriga personalkostnader					1 936
<b>Summa personalkostnader</b>					<b>120 340</b>

1) I sociala kostnader inkluderas även kostnad för löneskatt.

2) Inklusive kostnad för ersättning för utbetalad och reserverad lön i samband med avveckling 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 under 2015.

### Löner och övriga förmåner

Styrelsearvoden fastställs av regeringen. I fondstyrningsrapporten redogörs för arvode och närvaro per styrelseledamot. Styrelsen fastställer anställningsvillkoren för VD, efter beredning i ersättningsutskottet. Anställningsvillkoren för fondens ledande befattningshavare beslutas av vd efter beredning i ersättningsutskottet. Samtliga anställda har individuella anställningsavtal. Sedan 1 januari 2010 har Första AP-fonden inga rörliga ersättningar. Uppsägningstid, vid uppsägning från arbetsgivarens sida är för VD 18 månader. För ledningsgrupp och övriga anställda är den mellan 3 och 6 månader. Vissa 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 uppsägninglösen som

avgångsvederlag ska avräknas mot ersättning från ny anställning eller inkomst av näringsverksamhet under utbetalningsperioden. Avgångsvederlag utbetalas aldrig längre än till 65 års ålder. Den 1 februari 2015 tillträdde den nya chefen för Affärsstöd.

### 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 pensionspremien till 11,5 procent.

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

All personal har möjlighet att löneväxla, bruttolönen 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 värden.

**NOT 6 Övriga förvaltningskostnader**

Tkr	2015	2014
Lokalkostnader	-11 440	-10 448
Köpta tjänster	-21 851	-16 382
Informations- och datakostnader	-29 633	-24 298
Övriga administrativa kostnader	-6 439	-5 613
<b>Övriga förvaltningskostnader</b>	<b>-69 363</b>	<b>-56 741</b>
I beloppet för köpta tjänster ingår ersättning till revisionsbyråer enligt nedanstående fördelning.		
<b>Ernst &amp; Young:</b>		
Revisionsuppdrag		-929
Revisionsverksamhet utanför revisionsuppdraget		-23
Övriga uppdrag <sup>1</sup>		-1 704
		<b>-2 656</b>
<b>PWC</b>		
Revisionsuppdrag	-638	-

1) Rådgivning bolagsstruktur, fastighets- och riskkapitalinvesteringar samt skatterådgivning riskkapitalinvesteringar.

**NOT 7 Noterade aktier och andelar**

Marknadsvärde, mkr	2015-12-31	2014-12-31
Svenska aktier	34 660	30 158
Utländska aktier	80 090	87 970
Andelar i svenska fonder	-	-
Andelar i utländska fonder	8 917	14 779
<b>Totalt marknadsvärde</b>	<b>123 667</b>	<b>132 907</b>

Per 2015.12.31 hade Första AP-fonden utlånat aktier till ett värde av 1,5 mdkr (1,1 mdkr). Som säkerhet har statsobligationer till ett värde av 1,6 mdkr mottagits. Den utlånade positionen och säkerheten marknadsvärderas dagligen. Säkerheten skall uppgå till minst 102 procent.

Fem största svenska aktieinnehaven	Antal	Verkligt värde, mkr
Hennes & Mauritz B	12 317 888	3 721
Volvo B	40 618 397	3 213
Nordea Bank	30 903 513	2 883
Hexagon B	6 894 515	2 170
Swedbank	10 572 915	1 978
<b>Totalt</b>		<b>13 966</b>

Fem största utländska aktieinnehaven	Antal	Verkligt värde, mkr
Pershing Square Holdings	8 000 000	1 366
Ross Stores	1 801 594	817
Lilly (Eli) & Company	1 118 625	795
Alphabet C	122 537	784
CVS Health	949 325	782
<b>Totalt</b>		<b>4 544</b>

En fullständig förteckning över samtliga noterade innehav vid halvårs- och helårsskiftet finns på Första AP-fondens webbplats [ap1.se](http://ap1.se)

**NOT 8 Onoterade aktier och andelar**

Verkligt värde, mkr	2015-12-31	2014-12-31
Svenska onoterade aktier och andelar: dotter- och intressebolag	18 068	14 912
Utländska onoterade aktier och andelar: dotter- och intressebolag	3 876	655
Övriga onoterade aktier och andelar	45 844	45 050
<b>Totalt</b>	<b>67 788</b>	<b>60 617</b>

Intresse- och dotterbolag	Säte	Org.nr	Antal	Ägarandel %	Resultat	Eget kapital	Verkligt värde, mkr
<b>Svenska Aktier och Andelar, intresse- och dotterbolag</b>							
Vasakronan Holding AB	Stockholm	556650-4196	1 000 000	25	1 797*	23 094*	8 982
Cityhold AB**	Stockholm	556845-8631	2 830 342	50	601*	4 205*	63
Ellevio AB	Stockholm	559005-2444	6 250	12,5	-	-	840
Secore Fastigheter AB	Stockholm	559018-9451	25 000	50	-	-	29
Wilhelm AB	Göteborg	556797-1295	100 000	100	317*	5 833*	8 154
<b>Totalt</b>							<b>18 068</b>
<b>Utländska Aktier och Andelar, intresse- och dotterbolag</b>							
First Australian Farmland Pty Ltd	Australien	155 718 013		100	-7*	218*	189
Chapone S.à.r.l	Luxemburg	B 200297		100	-	-	3 239
ASE Holdings S.à.r.l	Luxemburg	B 169327		38	313***	1 190***	448
<b>Totalt</b>							<b>3 876</b>

\*) Avser siffror offentliggjorda 2014-12-31

\*\*) Bolaget är under avveckling. Tillgångarna överförs till nybildade bolaget Chapone S.à.r.l

\*\*\*) Avser 2014-12-31 omräknat till valutakurs 2015-12-31

Fem största innehav onoterade aktier och andelar	Säte	Andel %	Anskaffningsvärde, mkr
Bridgewater Tailored All Weather Fund L.P.	Caymanöarna	100	9 630
LGT, First Hedge Fund Investments L.P.	Guernsey	100	7 256
Hamilton Lane, Private Equity	USA	99	5 587
Triangular Fund L.P.	Caymanöarna	100	2 815
WP North America, Private Equity	USA	99	2 220

En fullständig förteckning över samtliga onoterade aktier och andelar finns på Första AP-fondens webbplats ap1.se

**NOT 9** Obligationer och andra räntebärande tillgångar

Verkligt värde, mkr	2015-12-31	2014-12-31
<b>Fördelning på emittenttyp</b>		
Svenska staten	4 991	7 347
Svenska kommuner	2 008	1 131
Svenska bostadsinstitut	7 711	7 604
<i>Övriga svenska företag</i>		
Finansiella företag	8 159	11 413
Icke-finansiella företag	12 104	11 117
Utländska stater	36 821	31 855
Övriga utländska emittenter	18 309	20 100
<b>Totalt</b>	<b>90 103</b>	<b>90 567</b>
<b>Fördelning på instrumenttyp</b>		
Realränteb obligationer	19 444	22 960
Övriga obligationer	57 234	49 838
Statskuldsväxlar		
Certifikat		
Övriga instrument	13 425	17 769
<b>Totalt</b>	<b>90 103</b>	<b>90 567</b>

**NOT 10** Derivat

Mkr	2015-12-31		2014-12-31	
	Positivt verkligt värde	Neg. verkligt värde	Positivt verkligt värde	Neg. verkligt värde
<b>Derivatinstrument med:</b>				
<b>Aktierelaterade instrument</b>				
<i>Optioner</i>				
Innehav	187		129	
Utställd		-166		-35
Swappar	1	-54		
Terminer	1	-2	8	
<b>Summa</b>	<b>189</b>	<b>-222</b>	<b>137</b>	<b>-35</b>
<b>Ränterelaterade instrument</b>				
Swappar	2	-60	6	-99
Terminer				
<b>Summa</b>	<b>2</b>	<b>-60</b>	<b>6</b>	<b>-99</b>
<b>Valutarelaterade instrument</b>				
Swappar	2 073	-430	479	-3 774
Terminer	11	-18		
<b>Summa</b>	<b>2 084</b>	<b>-448</b>	<b>479</b>	<b>-3 774</b>
<b>Summa derivat-instrument</b>	<b>2 275</b>	<b>-730</b>	<b>622</b>	<b>-3 908</b>
varav clearat	169	-149		

Derivatpositioner med negativt värde uppgående till 121 mkr har längre löptid än 12 mån, för löptidsanalys av dessa, se not 17.

**NOT 11** Övriga tillgångar

Mkr	2015-12-31	2014-12-31
Fondlikvider	744	26
Fordran utländska skattemyndigheter	124	127
Återinvesterad kontantsäkerhet för derivatpositioner	505	-
Övriga tillgångar	7	9
<b>Övriga tillgångar</b>	<b>1 380</b>	<b>162</b>



**NOT 12 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter**

Mkr	2015-12-31	2014-12-31
Upplupna ränteintäkter	762	753
Upplupna utdelningar	142	103
Övriga förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	11	10
<b>Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter</b>	<b>915</b>	<b>866</b>

**NOT 13 Övriga skulder**

Mkr	2015-12-31	2014-12-31
Fondlikvidier	1 034	66
Mottagen kontantsäkerhet för derivatpositioner	505	-
Övrigt	27	23
<b>Övriga skulder</b>	<b>1 566</b>	<b>89</b>

**NOT 14 Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader**

Mkr	2015-12-31	2014-12-31
Upplupna förvaltararvoden	27	25
Övriga upplupna kostnader	18	20
<b>Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader</b>	<b>45</b>	<b>45</b>

**NOT 17 Finansiella instrument, pris och värderingshierarki**

I denna not lämnas upplysningar om hur verkligt värde bestäms för de finansiella instrument som fonden 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.

**NOT 15 Fondkapital**

Mkr	2015	2014
<b>Ingående fondkapital</b>	<b>283 811</b>	<b>252 507</b>
<i>Nettobetaling mot pensionssystemet:</i>		
Inbetalda pensionsavgifter	61 374	58 880
Utbetalda pensionsmedel	-66 141	-63 775
Överflyttning av pensionsrätter till EG	-3	-2
Reglering av pensionsrätter	2	1
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	-176	-224
<b>Summa nettobetaling mot Pensionssystemet</b>	<b>-4 944</b>	<b>-5 120</b>
Årets resultat efter kostnader	11 340	36 424
<b>Utgående fondkapital</b>	<b>290 207</b>	<b>283 811</b>

**NOT 16 Poster inom linjen**

Mkr	2015	2014
<b>För egen skuld ställda pant och jämförlig säkerhet</b>	<b>inga</b>	<b>inga</b>
Utlånade värdepapper mot annan säkerhet <sup>1</sup>	1 456	1 092
Utlämnad säkerhet för terminsaffär	3 048	2 115
Utlämnad säkerhet för OTC-transaktioner <sup>2</sup>	130	3 247
<b>Övriga ställd pant och jämförlig säkerhet</b>	<b>4 634</b>	<b>6 454</b>
Investeringsåtaganden onoterade innehav	27 469	13 688
<b>Åtaganden</b>	<b>27 469</b>	<b>13 688</b>
<b>Summa poster inom linjen</b>	<b>32 103</b>	<b>20 142</b>
<sup>1</sup> Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper	1 665	1 162
<sup>2</sup> Erhållna säkerheter för OTC-transaktioner	1 384	180

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 uteslutas i 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 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. Fonden har vid sådana tillfällen använt en konservativ värderingsansats.

### Fondkapitalet värdering – alternativa investeringar

För 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 rapportering 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 riskkapitalörvaktare.

Investeringar i fastighetsbolag värderas enligt IFRS och branschpraxis fastställd 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<sup>1</sup> 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<sup>1</sup> 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 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 en aktiv marknad och därmed kan ingå i nivå 1. Att finansiella instrument handlas på en aktiv marknad är dock inte tillräckligt för att instrumentet ska räknas till 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 att handelsaktiviteten är mycket lägre än på en aktiv marknad. Tillgängliga priser varierar kraftigt över tid eller mellan marknadsaktörerna. Priserna är ofta inaktuella.

<sup>1</sup> Vid klassificering till lämplig nivå i värderingshierarkin skall finansiella instrument bedömas utan genomlysning.

Finansiella tillgångar och skulder, utgående balans 2015-12-31, mkr	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totalt
<b>Finansiella tillgångar</b>				
Aktier och andelar, noterade	121 493		2 174	123 667
Aktier och andelar, onoterade			67 788	67 788
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	79 160	4 755	6 188	90 103
Derivat		2 275		2 275
<b>Total summa tillgångar värderade till</b>	<b>200 653</b>	<b>7 030</b>	<b>76 150</b>	<b>283 833</b>
<b>Finansiella skulder</b>				
Derivat		-730		-730
<b>Total summa skulder värderade till</b>	<b>0</b>	<b>-730</b>	<b>0</b>	<b>-730</b>
<b>Finansiella tillgångar och skulder</b>	<b>200 653</b>	<b>6 300</b>	<b>76 150</b>	<b>283 103</b>

Finansiella tillgångar och skulder, utgående balans 2014-12-31, mkr	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totalt
<b>Finansiella tillgångar</b>				
Aktier och andelar, noterade	130 459	2 448		132 907
Aktier och andelar, onoterade			60 617	60 617
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	76 540	9 117	4 910	90 567
Derivat		622		622
<b>Total summa tillgångar värderade till</b>	<b>206 999</b>	<b>12 187</b>	<b>65 527</b>	<b>284 713</b>
<b>Finansiella skulder</b>				
Derivat		-3 908		-3 908
<b>Total summa skulder värderade till</b>	<b>0</b>	<b>-3 908</b>	<b>0</b>	<b>-3 908</b>
<b>Finansiella tillgångar och skulder</b>	<b>206 999</b>	<b>8 279</b>	<b>65 527</b>	<b>280 805</b>

Förändring nivå 3, mkr	2015	2014
<b>Aktier och andelar, noterade, ingående balans</b>	<b>0</b>	<b>-</b>
Omklassificering från nivå 2, ingående balans 2015	1 787	-
Köp	630	-
Sälj	-173	-
Värdeändring	-70	-
<b>Förändring aktier och andelar, noterade</b>	<b>2 174</b>	<b>-</b>
<b>Aktier och andelar, noterade, utgående balans</b>	<b>2 174</b>	<b>-</b>
<b>Aktier och andelar, onoterade, ingående balans</b>	<b>60 617</b>	<b>44 285</b>
Omklassificering från nivå 1, ingående balans 2015	0	722
Köp	12 779	5 632
Sälj	-12 189	-1 903
Värdeändring	6 590	11 881
<b>Förändring aktier och andelar, onoterade</b>	<b>7 171</b>	<b>16 332</b>
<b>Aktier och andelar, onoterade, utgående balans</b>	<b>67 788</b>	<b>60 617</b>
<b>Obligationer och andra räntebärande tillgångar, ingående balans</b>	<b>4 910</b>	<b>7 328</b>
Köp	2 907	673
Sälj	-1 618	-3 233
Värdeändring	-11	142
<b>Förändring obligationer och andra räntebärande tillgångar</b>	<b>1 278</b>	<b>-2 418</b>
<b>Obligationer och andra räntebärande tillgångar, utgående balans</b>	<b>6 188</b>	<b>4 910</b>
<b>Summa förändring nivå 3</b>	<b>10 623</b>	<b>13 914</b>

Av ovan redovisad värdeändring var 39 procent (99 procent) realiserat per balansdagen. Fonden har en övervägande andel placeringar i nivå 1 där värderingen är hämtad från oberoende och välnummerade värderingskällor. Noterade aktier i nivå 3 avser noterade fondandelar, där uppdatering av pris sker mindre frekvent än var sjunde dag. Tre noterade innehav har omklassificerats från nivå 2 till nivå 3. Ett noterat fondinnehav har omklassificerats från nivå 2 till nivå 1 då uppdatering av pris sker mer frekvent än var tredje dag.

### Riskprofiler

Alla placeringar på 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 investeringar i obligationer och risken för att emittenten 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).

### Känslighetsanalys: Redovisning av marknadsrisk

#### Prognostiserad risk

Tillgångarnas förväntade marknadsrisk presenteras i känslighetsanalysen enligt tabell nedan. Beräkningarna är gjorda utifrån fondens portföljsammansättning per 31 december 2015 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 behö-

ver 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 11,6 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 är 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 10 årsperioden var 8,94 procent baserat på denna beräkningsmetodik.

Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden har även kommit överens om 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 8,12 procent för totala portföljen respektive 9,40 procent för den dagligt marknadsvärderade delen av portföljen. Andelen av portföljen som marknadsvärderas dagligen var vid utgången av året 75 procent.

## Känslighetsanalys marknadsrisk, per 31 dec

	Volatilitet Årstakt %		Value at Risk årstakt, mkr		Expected Shortfall årstakt, mkr		Value at Risk en dag, mkr		Expected Shortfall en dag, mkr	
	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014
Aktier	17,4	8,4	-35 909	-18 478	-49 392	-27 396	-2 227	-1 146	-3 063	-1 699
Räntebärande	1,6	1,1	-2 354	-1 623	-3 709	-2 080	-146	-101	-230	-129
Alternativa Investeringar	10,5	11,8	-14 862	-7 931	-20 473	-10 490	-922	-492	-1 270	-651
Valuta	10,4	9,6	-11 302	-10 744	-16 503	-13 215	-701	-666	-1 023	-820
Bidrag från Diversifiering	-1,9	-2,5	8 823	6 454	10 725	11 767	547	400	665	730
Likvidportföljen	11,9	6,8	-45 568	-27 250	-66 702	-34 310	-2 826	-1 690	-4 137	-2 128
<b>Portföljen Totalt</b>	<b>11,6</b>	<b>6,9</b>	<b>-55 605</b>	<b>-32 323</b>	<b>-79 352</b>	<b>-41 413</b>	<b>-3 449</b>	<b>-2 005</b>	<b>-4 921</b>	<b>-2 568</b>

## Likviditetsrisk (förfallostruktur), per 31 dec

Löptid år, mkr	< 1		1 < 3		3 < 5		5 < 10		> 10		Total balans	
	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014
Nominellt stat	45	485	465	526	12 505	8 955	9 417	7 773	1 244	2 668	23 476	20 407
Nominellt kredit	724	4 428	8 226	10 277	16 989	10 581	12 416	8 868	3 241	2 508	41 597	36 662
Realt	107	2 794	3 110	3 294	6 583	5 658	5 791	5 413	3 956	5 903	19 547	23 062
<b>Totalt</b>	<b>876</b>	<b>7 707</b>	<b>11 801</b>	<b>14 097</b>	<b>35 877</b>	<b>25 194</b>	<b>27 624</b>	<b>22 054</b>	<b>8 441</b>	<b>11 079</b>	<b>84 619</b>	<b>80 131</b>

## Derivatpositioner med negativt verkligt värde och löptid överstigande 12 månader, per 31 dec

Förfallostruktur Löptid år, mkr	1 < 3		3 < 5		5 < 10		> 10		Total balans mkr		
	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	
Aktierelaterade instrument			-61		0		0		0		-61
Ränterelaterade instrument			0		-9		-51		0		-60
Valutarelaterade Instrument			0		0		0		0		0
											<b>-121</b>

## Redovisning av förfallostruktur

Förfallostrukturen för obligationer presenteras i tabellen ovan. Fondens räntebärande tillgångar ger enligt nuvarande förfallostruktur inbetalningar till fonden som överstiger de utbetalningar till pensionssystemet som prognostiseras. Fonden kan därmed möta de prognostiserade kraven på utbetalningar till pensionssystemet.

## Redovisning av kreditrisk

Kreditrisken för obligationer uppskattas via indelning i olika ratingklasser. Första AP-fonden använder ratinginstituten Standard & Poor och Moodys. Ratinginstituten lämnar ett omdöme som anger en obligations kreditrisk där högsta kreditrating är AAA. Fonden har ett begränsat innehav i obligationer med rating BBB, 13 547 mkr, och innehav med sämre rating, <BBB, i fonder med investeringar i high yield, 7 236 mkr. Den sammantagna bedömningen är att fondens innehav i obligationer har en låg kreditrisk.

## Kreditrisk, per 31 dec

Rating mkr	AAA		AA		A		BBB		<BBB		Total balans	
	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014
Nominellt stat	13 600	7 645	6 784	11 852	0	0	3 092	910	0	0	23 476	20 407
Nominellt kredit	16 428	15 191	3 297	2 053	9 329	7 990	5 306	4 383	7 236	7 045	41 597	36 662
Realt	11 019	11 681	3 378	6 230	0	0	5 149	5 151	0	0	19 546	23 062
<b>Totalt</b>	<b>41 047</b>	<b>34 517</b>	<b>13 459</b>	<b>20 135</b>	<b>9 329</b>	<b>7 990</b>	<b>13 547</b>	<b>10 444</b>	<b>7 236</b>	<b>7 045</b>	<b>84 618</b>	<b>80 131</b>

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

**NOT 18** Finansiella tillgångar och skulder som nettas eller lyder under kvittningsavtal

2015-12-31, mkr	Brutto- belopp	Nettade belopp i Balansräkning	Nettobelopp i balans- räkningen	Relaterade avtal			Övrigt <sup>1</sup>	Summa i Balans- räkningen
				Ramavtal om kvittning	Säkerheter erhållna	Netto- belopp		
<b>Tillgångar</b>								
Ej likviderade tillgångar	3 674	3 674	0	0	0	0	744	744
Derivat		0	2 274	728	1384	161	1	2 275
<b>Summa tillgångar</b>	<b>3 674</b>	<b>3 674</b>	<b>2 274</b>	<b>728</b>	<b>1384</b>	<b>161</b>	<b>745</b>	<b>3 019</b>
<b>Skulder</b>								
Ej likviderade skulder	3 674	3 674	0	0	0	0	1 034	1 034
Derivat			728	728		0	2	730
<b>Summa skulder</b>	<b>3 674</b>	<b>3 674</b>	<b>728</b>	<b>728</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1 036</b>	<b>1 764</b>

2014-12-31, mkr	Brutto- belopp	Nettade belopp i Balansräkning	Nettobelopp i balans- räkningen	Relaterade avtal			Övrigt <sup>1</sup>	Summa i Balans- räkningen
				Ramavtal om kvittning	Säkerheter erhållna	Netto- belopp		
<b>Tillgångar</b>								
Ej likviderade tillgångar	-	-	-	-	-	-	26	26
Derivat	551	-	551	551	0	0	71	622
<b>Summa tillgångar</b>	<b>551</b>	<b>-</b>	<b>551</b>	<b>551</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>97</b>	<b>648</b>
<b>Skulder</b>								
Ej likviderade skulder	-	-	-	-	-	-	66	66
Derivat	3 873	-	3 873	551	3 247	75	35	3 908
<b>Summa skulder</b>	<b>3 873</b>	<b>-</b>	<b>3 873</b>	<b>551</b>	<b>3 247</b>	<b>75</b>	<b>101</b>	<b>3 974</b>

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 netto redovisa. Detta kan ske 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 19** Närstående

I tabellen redovisas Första AP-fondens transaktioner med utestående mellanhavanden, inklusive 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, ägarandel och transaktioner	2015-12-31	2014-12-31
<b>Cityhold AB, 50 %</b>		
Räntetäckter	14	9
Ågarlån	-	680
Aktieägartillskott under året	-	-
<b>Secore AB, 50 %</b>		
Räntetäckter	1	-
Ågarlån	205	-
Aktieägartillskott under året	29	-
Investeringsåtaganden	1 000	-
<b>Vasakronan Holding AB, 25 %</b>		
Lokalhyror		
Första AP-fonden hyr kontorslokaler av Vasakronan till marknadsmässiga villkor	10	9
Räntetäckter	211	253
Ågarlån	3 000	3 000
Aktieägartillskott under året	-	-
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
<b>Wilthem AB, 100 %</b>		
Räntetäckter	7	140
Ågarlån	-	-
Aktieägartillskott under året	-	-
Åtagande om att på Wilthems begäran köpa företagscertifikat i bolaget med upp till ett vid var tid högsta sammanlagda likvidbelopp om:	3 000	3 000
<b>ASE Holdings Ltd, 38 %</b>		
Räntetäckter	31	28
Ågarlån	248	244
Aktieägartillskott under året	-	-
<b>First Australian Farmland Pty Ltd, 100 %</b>		
Räntetäckter	26	27
Ågarlån	358	347
Aktieägartillskott under året	-	-
<b>Chapone S.à.r.l., 25 %</b>		
Aktieägartillskott	4	-
Investeringsåtaganden	2 290	-

## 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 17 februari 2016

Urban Karlström  
*Ordförande*

Annika Sundén  
*Vice ordförande*

Göran Arrius

Kent Eriksson

Anna Hesselman

Åsa-Pia Järliden Bergström

Åsa Kullgren

Per Nordberg

Eva Redhe

Vår revisionsberättelse har lämnats den 17 februari 2016

Susanne Sundvall  
*Auktoriserad revisor*  
*Förordnad av regeringen*

Peter Nilsson  
*Auktoriserad revisor*  
*Förordnad av regeringen*



# REVISIONSBERÄTTELSE

För Första AP-fonden, org. nr 802005-7538.

## Rapport om årsredovisningen

Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Första AP-fonden för 2015. Fondens årsredovisning återfinns under huvudrubrikerna Förvaltningsberättelse och Räkenskaper, sid 18–39.

## Styrelsens och verkställande direktörens ansvar för årsredovisningen

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

## Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att uttala oss om årsredovisningen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing och god revisions-sed i Sverige. Dessa standarder kräver att vi följer yrkesetiska krav samt planerar och utför revisionen för att uppnå rimlig säkerhet att årsredovisningen inte innehåller väsentliga felaktigheter.

En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsredovisningen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är relevanta för hur fonden upprättar årsredovisningen för att ge en rättvisande bild i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omständigheterna, men inte i syfte att göra ett uttalande om effektiviteten i fondens interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den övergripande presentationen i årsredovisningen.

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

## Uttalanden

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 2015 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 fastställes.

## Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Första AP-fonden förvaltar. Vi har också granskat om det finns någon anmärkning i övrigt mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning för Första AP-fonden för 2015.

## Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

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

## Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att med rimlig säkerhet uttala oss om resultatet av vår granskning och inventering av de tillgångar som fonden förvaltar samt om förvaltningen i övrigt på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt god revisions-sed i Sverige.

Som underlag för vårt uttalande om inventeringen av tillgångarna har vi granskat fondens innehavsförteckning samt ett urval av underlagen för denna.

Som underlag för vårt uttalande om förvaltningen i övrigt har vi utöver vår revision av årsredovisningen granskat väsentliga beslut, åtgärder och förhållanden i fonden för att kunna bedöma om någon styrelseledamot eller verkställande direktören har handlat i strid med lagen om allmänna pensionsfonder.

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

## Uttalanden

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

Stockholm den 17 februari 2016

Susanne Sundvall  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

Peter Nilsson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

# 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 7,8 procent och de senaste tio åren har avkastningen varit 4,8 procent. 2015 var ett starkt år för främst fondens investeringar i noterade aktier. Fondens relativa avkastning uppgick till 0,9 procent. För sjunde året i rad var nettoflödet till pensionssystemet negativt och fonden har nu totalt betalat ut nästan 30 mdkr för att täcka det löpande underskottet i pensionssystemet.

## Fondkapital

300,6 mdkr

Fondkapitalet uppgick till 300,6 (293,9) mdkr den 31 december 2015.

## Resultat

11,7 mdkr

Årets resultat uppgick till 11,7 (34,3) mdkr.

## Kostnader

0,07 %

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

## Nettoutflöde till pensionssystemet

-4,9 mdkr

Nettoutflöde till pensionssystemet på -4,9 (-5,1) mdkr.

## Relativ avkastning

0,9 %

Den relativa avkastningen för fondens totala portfölj, exklusive alternativa investeringar och kostnader, uppgick till 0,9 (0,5) procent.

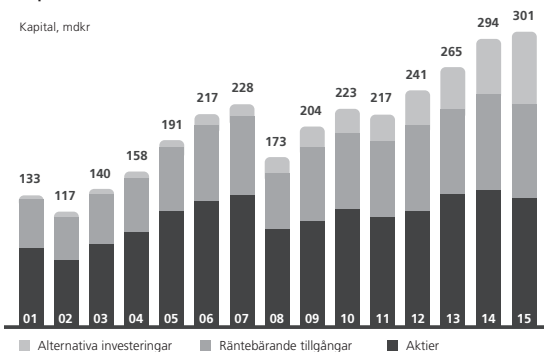
## Total avkastning

4,1 %

Avkastningen på den totala portföljen uppgick till 4,1 (13,3) procent, exklusive provisionskostnader och rörelsens kostnader. Inklusive dessa kostnader avkastade portföljen 4,0 (13,1) procent.

## Kapitalet sedan starten

Kapital, mdkr



” I detta instabila finansiella klimat lyckades fonden skapa en avkastning på 4,1 procent, vilket ökade kapitalet med 11,7 mdkr.

Eva Halvarsson, VD för Andra AP-fonden.  
Läs mer i VD-ordet på sidan 3.

## Resultaträkning

Belopp i mnkr	Not	Jan-dec 2015	Jan-dec 2014
<b>Rörelsens intäkter</b>			
Räntenetto	1	1 897	2 948
Erhållna utdelningar		5 458	4 747
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	2	3 608	10 437
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	3	3 934	3 081
Nettoresultat, räntebärande tillgångar		-3 033	2 916
Nettoresultat, derivatinstrument		-62	577
Nettoresultat, valutakursförändringar		392	10 090
Provisionskostnader, netto	4	-321	-286
<b>Summa rörelsens intäkter</b>		<b>11 873</b>	<b>34 510</b>
<b>Rörelsens kostnader</b>			
Personalkostnader	5	-126	-118
Övriga administrationskostnader	6	-86	-77
<b>Summa rörelsens kostnader</b>		<b>-212</b>	<b>-195</b>
<b>ÅRETS RESULTAT</b>		<b>11 661</b>	<b>34 315</b>

## Balansräkning

Belopp i mnkr	Not	2015-12-31	2014-12-31
<b>TILLGÅNGAR</b>			
Aktier och andelar			
Noterade	7	138 526	147 040
Onoterade	8	49 205	39 782
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	9	105 426	109 451
Derivatinstrument	10	2 847	2 360
Kassa och bankmedel		3 991	4 818
Övriga tillgångar	11	680	97
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	12	1 678	1 540
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>		<b>302 353</b>	<b>305 088</b>
<b>FONDKAPITAL OCH SKULDER</b>			
<b>Skulder</b>			
Derivatinstrument	10	1 297	9 728
Övriga skulder	13	163	1 378
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	14	269	75
<b>Summa skulder</b>		<b>1 729</b>	<b>11 181</b>
<b>Fondkapital</b>			
	15		
Ingående fondkapital		293 907	264 712
Nettobetalningar mot pensionssystemet		-4 944	-5 120
Årets resultat		11 661	34 315
<b>Summa fondkapital</b>		<b>300 624</b>	<b>293 907</b>
<b>SUMMA FONDKAPITAL OCH SKULDER</b>		<b>302 353</b>	<b>305 088</b>
<b>Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden</b>			
	16		
Övriga ställda panter och jämförliga säkerheter		900	10 552
Åtaganden		24 798	21 725

## 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 investemföretag 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 valutakurs. 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. 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 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 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 räntestjusteringstillfälle 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 pensionssystemet 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 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 förvärvad 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 nettoredovisas 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 till resultat- och balansräkningarna

### 1

#### Räntenetto

Belopp i mnkr	Jan-dec 2015	Jan-dec 2014
<b>Ränteintäkter</b>		
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	2 611	2 564
Derivatinstrument	239	568
Övriga ränteintäkter	70	70
<b>Summa ränteintäkter</b>	<b>2 920</b>	<b>3 202</b>
<b>Räntekostnader</b>		
Derivatinstrument	-990	-238
Övriga räntekostnader	-33	-16
<b>Summa räntekostnader</b>	<b>-1 023</b>	<b>-254</b>
<b>Räntenetto</b>	<b>1 897</b>	<b>2 948</b>

### 2

#### Nettoresultat, noterade aktier och andelar

Belopp i mnkr	Jan-dec 2015	Jan-dec 2014
Resultat noterade aktier och andelar	3 726	10 535
avdrag courtage	-118	-98
<b>Nettoresultat, noterade aktier och andelar</b>	<b>3 608</b>	<b>10 437</b>

### 3

#### Nettoresultat, onoterade aktier och andelar

Belopp i mnkr	Jan-dec 2015	Jan-dec 2014
Realisationsresultat	1 780	876
Orealiserade värdeförändringar*	2 154	2 205
<b>Nettoresultat, onoterade aktier och andelar</b>	<b>3 934</b>	<b>3 081</b>

\* Orealiserade värdeförändringar inkluderar återbetald management fee om 200 (221) mnkr.

### 4

#### Provisionskostnader, netto

Belopp i mnkr	Jan-dec 2015	Jan-dec 2014
Externa förvaltningsarvoden, noterade tillgångar	291	262
Externa förvaltningsarvoden, onoterade tillgångar	3	5
Övriga provisionskostnader inklusive depåbankskostnader	27	19
<b>Summa provisionskostnader</b>	<b>321</b>	<b>286</b>

I Provisionskostnader ingår ej prestationsbaserade kostnader. Prestationsbaserade kostnader har under året uppgått till 144 (88) mnkr och reducerar nettoresultatet för respektive tillgångsslag. Externa förvaltararvoden för onoterade tillgångar redovisas under Provisionskostnader i den mån avtalen ej medger återbetalning före vinstdelning i samband med framtida vinstgivande avyttringar.

Under året har totalt 235 (177) mnkr erlagts i förvaltararvoden avseende onoterade tillgångar. Av dessa avser 232 (172) mnkr avtal som medger återbetalning av erlagda förvaltningsarvoden före vinstdelning vid avyttring. Dessa redovisas som en del av tillgångens anskaffningsvärde.

forts. Not 4

Fondkapitalets fördelning mellan externa förvaltningsmandat och intern förvaltning den 31 december 2015, mnkr

Mandat	Genomsnittligt förvalt kapital 2015	Marknadsvärde 2015-12-31*	% av fondkapital	Extern förvalt- ningskostnad
<b>Externa diskretionära förvaltningsmandat</b>				
Aktiemandat				
Aktiv förvaltning				
MFS	Globala aktier	5 255	4 973	
APS	Kinesiska A-aktier	2 100	2 250	
Cephei	Kinesiska A-aktier	1 616	1 691	
UBS	Kinesiska A-aktier	481	496	
<b>Summa</b>	<b>9 452</b>	<b>9 410</b>	<b>3</b>	<b>56</b>
Räntemandat				
Aktiv förvaltning				
Rogge	Globalt kreditmandat	7 048	–	
Standish	Globalt kreditmandat	8 537	–	
<b>Summa</b>	<b>15 585</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>17</b>
<b>Totalt externa diskretionära förvaltningsmandat</b>	<b>25 037</b>	<b>9 410</b>	<b>3</b>	<b>73</b>
<b>Investeringar i noterade externa fonder</b>				
Aktiefonder		9 945	9 346	
Räntefonder		28 961	13 176	
GTAA-fonder		1 529	1 447	
<b>Totalt investeringar i noterade externa fonder</b>	<b>40 435</b>	<b>23 969</b>	<b>8</b>	<b>218</b>
<b>Investeringar i onoterade riskkapitalfonder, skogs- och jordbruksfastigheter</b>				
		16 936	17 951	6
<b>SUMMA EXTERNT FÖRVALTAT KAPITAL OCH FÖRVALTNINGSKOSTNADER</b>	<b>82 408</b>	<b>51 330</b>	<b>17</b>	<b>294</b>
<b>Interna förvaltningsmandat</b>				
Noterade aktier och andelar		112 577		
Räntemandat		96 218		
Kassa och bankmedel		–146		
Onoterade aktier i intressebolag, inklusive förlagslån		40 645		
<b>SUMMA INTERNT FÖRVALTAT KAPITAL</b>		<b>249 294</b>	<b>83</b>	
<b>Övriga tillgångar och skulder</b>		<b>0</b>		
<b>TOTALT FONDKAPITAL</b>		<b>300 624</b>	<b>100</b>	

\* Marknadsvärde inklusive allokerad likviditet, derivat och upplupna räntor.



Noter

## 5 Personal

Antal anställda	2015			2014		
	Totalt	Män	Kvinnor	Totalt	Män	Kvinnor
Medelantal anställda	67	44	23	62	38	24
Antal anställda den 31 december	64	42	22	63	39	24
Antal personer i ledningsgruppen den 31 december	7	5	2	7	5	2

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	3 950	20 145	21 186	94 235
<b>Summa</b>	<b>65 640</b>	<b>3 950</b>	<b>25 811</b>	<b>27 868</b>	<b>123 269</b>

Övriga personalkostnader					3 024
<b>Summa personalkostnader</b>					<b>126 293</b>

Personalkostnader i tkr, 2014	Löner och arvoden	Rörlig ersättning	Pensionskostnader	Sociala kostnader inkl. särskild löneskatt	Summa
Styrelseordförande	115	–	–	37	152
VD	3 211	–	1 356	1 359	5 926
Styrelsen exklusive ordförande	479	–	–	150	629

## Ledningsgruppen exkl. VD

Kapitalförvaltningschef	2 727	–	818	1 076	4 621
Chef Affärsstöd	1 494	–	568	617	2 679
Chefstrateg	2 218	–	795	904	3 917
Chefsjurist	2 095	–	615	825	3 535
Chef Kommunikation & HR	1 570	–	694	697	2 961
Chef Risk och Avkastningsanalys	1 553	–	520	614	2 687

Övriga anställda	44 403	5 344	18 368	19 657	87 772
<b>Summa</b>	<b>59 865</b>	<b>5 344</b>	<b>23 734</b>	<b>25 936</b>	<b>114 879</b>

Övriga personalkostnader					3 012
<b>Summa personalkostnader</b>					<b>117 891</b>

## 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 förbinds 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 äger 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 75 (67) tkr.

### Ledningsgrupp

Utöver lön, andra ersättningar och pension har ledningsgruppen erhållit förmåner enligt följande särredovisning: Kapitalförvaltningschef 106 (66) tkr, Chef för Affärsstöd 0 (30) tkr, Chefstrateg 1 (45) tkr, Chefsjurist 0 (55) tkr, Chef Kommunikation & HR 39 (62) tkr, Chef Risk och Avkastningsanalys 1 (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.

### Löneväxling

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](http://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 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 2015 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 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](http://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 2015	Jan–dec 2014
Lokalkostnader	5	5
Informations- och IT-kostnader	58	46
Köpta tjänster	11	14
Övriga kostnader	12	12
<b>Summa övriga administrationskostnader</b>	<b>86</b>	<b>77</b>
<b>Arvoden till revisorerna</b>		
Revisionsuppdrag		
PwC / EY	0,61	0,60
Revisionsverksamhet utöver revisionsuppdraget		
PwC / EY	–	0,14
<b>Summa ersättning till PwC / EY</b>	<b>0,61</b>	<b>0,74</b>

## 7 Aktier och andelar, noterade

Belopp i mnkr	2015-12-31	2014-12-31
Svenska aktier	29 784	30 992
Utländska aktier	97 947	104 746
Andelar i utländska fonder*	10 795	11 302
<b>Summa aktier och andelar, noterade</b>	<b>138 526</b>	<b>147 040</b>
* varav andelar i blandfonder	1 449	1 409

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

Under 2015 uppgick de totala intäkterna från värdepappersutlåningen till 24 mnkr. Intäkterna gav ett positivt bidrag till fondens relativa avkastning och redovisas som ränteintäkter i resultaträkningen. Erhållen säkerhet för utlånade värdepapper redovisas i not 16.

Specifikation över de värdemässigt 20 största svenska och utländska innehaven återfinns på sidorna 72–74.

En komplett förteckning över svenska och utländska innehav återfinns på fondens hemsida [www.ap2.se](http://www.ap2.se)

## 8 Aktier och andelar, onoterade

Belopp i mnkr	2015-12-31	2014-12-31
Aktier i svenska intresseföretag	15 520	14 791
Aktier i utländska intresseföretag	15 261	8 565
Aktier i övriga onoterade svenska företag	1	9
Aktier i övriga onoterade utländska företag	18 423	16 417
<b>Summa aktier och andelar, onoterade</b>	<b>49 205</b>	<b>39 782</b>

Vid beräkning av andelen onoterade innehav i förhållande till den lagstadgade femprocentlimen uppgår denna till knappt fem procent den 31 december 2015. Tre riskkapitalfonder innehåller mer än 50 procent noterade värdepapper och definieras därmed inte som onoterade tillgångar.

Noter

## forts. Not 8

Belopp i mnkr	Org nr	Säte	Antal aktier	Ägarandel kapital/röster, %	2015-12-31	2014-12-31	Eget kapital	Resultat
					Verkligt värde	Verkligt värde		
<b>Svenska aktier och andelar, intresse- och dotterbolag</b>								
Cityhold Property AB	556845-8631	Stockholm	4 105 066	50	63	2 130	4 205*	601*
N5 Holding AB	556594-3999	Sundsvall	1 819 884	50	6 475	5 712	10 407*	723*
Vasakronan Holding AB	556650-4196	Stockholm	1 000 000	25	8 982	6 949	29 245**	10 120**
<b>Utländska aktier och andelar, intresse- och dotterbolag</b>								
Chaptwo S.ä.r.l.		Luxemburg		100	3 239	-		
Molpus Nordic Woodlands		USA		100	190	-		
U.S. Office Holdings L.P.		USA		41	4 532	3 910		
U.S. Core Office APTWO L.P. ***		USA		99	2 758	697		
TIAA-CREF Global Agriculture LLC		USA		23	3 288	3 530		
TIAA-CREF Global Agriculture II LLC		USA		25	1 254	428		

\* Avser offentliggjorda siffror per 2014-12-31.

\*\* Avser offentliggjorda siffror per 2015-12-31.

\*\*\* Holdingbolag med 41 procent 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, %	2015-12-31	2014-12-31
			Anskaffningsvärde	Anskaffningsvärde
<b>Övriga onoterade svenska aktier och andelar</b>				
EQT Northern Europe KB	Stockholm		1	53
Swedstart Life Science KB	Stockholm		5	4
Swedstart Tech KB	Stockholm		3	7
<b>Fem största innehaven i övriga onoterade utländska aktier och andelar</b>				
Pathway Private Equity Fund IXC	USA	99	1 010	906
Pathway Private Equity Fund IXB	USA	99	935	1 031
Teays River Investments LLC	USA	7	665	650
Pathway Private Equity Fund IX	USA	99	500	567
Nordic Capital VII	Storbritannien	1	360	380

En komplett förteckning över övriga svenska och utländska onoterade innehav återfinns på fondens hemsida [www.ap2.se](http://www.ap2.se)

## 9 Obligationer och andra räntebärande tillgångar

Belopp i mnkr	2015-12-31	2014-12-31
	Verkligt värde	Verkligt värde
Svenska staten	7 683	10 123
Svenska kommuner	145	96
Svenska bostadsinstitut	19 712	18 039
Övriga svenska emittenter		
Finansiella företag	10 520	10 520
Icke-finansiella företag	3 140	3 680
Utländska stater	21 695	9 297
Övriga utländska emittenter	42 527	57 694
Dagslån	4	2
<b>Summa</b>	<b>105 426</b>	<b>109 451</b>
Övriga obligationer	89 917	80 654
Onoterade lån	3 000	3 681
Andelar i utländska räntefonder	12 505	25 114
Dagslån	4	2
<b>Summa</b>	<b>105 426</b>	<b>109 451</b>

## 10 Derivatinstrument

Belopp i mnkr	2015-12-31		2014-12-31	
	Verkligt värde Positivt	Verkligt värde Negativt	Verkligt värde Positivt	Verkligt värde Negativt
<b>Aktierelaterade instrument</b>				
Optioner, innehavd	–	–	57	–
Optioner, utställd	–	–	–	85
Terminer	24	21	12	96
<b>Summa</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>69</b>	<b>181</b>
varav clearat	24	21	69	181
<b>Ränterelaterade instrument</b>				
FRA/Terminer	38	26	66	63
Swappar	36	–	1	17
<b>Summa</b>	<b>74</b>	<b>26</b>	<b>67</b>	<b>80</b>
varav clearat	38	18	66	63
<b>Valutarelaterade instrument</b>				
Optioner, innehavd	6	–	57	–
Optioner, utställd	–	3	–	97
Terminer	2 743	1 247	2 167	9 370
<b>Summa</b>	<b>2 749</b>	<b>1 250</b>	<b>2 224</b>	<b>9 467</b>
varav clearat	–	–	–	–
<b>Summa derivatinstrument</b>	<b>2 847</b>	<b>1 297</b>	<b>2 360</b>	<b>9 728</b>

Samtliga derivat med negativa värden har en löptid understigande ett år. 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 2015 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 – ej renodlat exponerade mot ett tillgångsslag – exempelvis utdelningsterminer. Derivatet används för att skapa relativ avkastning.
- 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 tillgångsslagen. 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 leveransrisk 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.

**11 Övriga tillgångar**

Belopp i mnkr	2015-12-31	2014-12-31
Fordringar sålda ej likviderade tillgångar	674	92
Övriga fordringar	6	5
<b>Totalt</b>	<b>680</b>	<b>97</b>

**12 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter**

Belopp i mnkr	2015-12-31	2014-12-31
Upplupna ränteintäkter	1 418	1 338
Upplupna utdelningar	73	121
Restitutioner	170	63
Övriga förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	17	18
<b>Totalt</b>	<b>1 678</b>	<b>1 540</b>

**13 Övriga skulder**

Belopp i mnkr	2015-12-31	2014-12-31
Skulder köpta ej likviderade tillgångar	136	1 361
Leverantörsskulder	14	7
Övriga skulder	13	10
<b>Totalt</b>	<b>163</b>	<b>1 378</b>

**14 Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader**

Belopp i mnkr	2015-12-31	2014-12-31
Upplupna externa förvaltararvodena	46	14
Upplupen räntekostnad på valutaterminer	194	34
Övriga upplupna kostnader	29	27
<b>Totalt</b>	<b>269</b>	<b>75</b>

**15 Fondkapital**

Belopp i mnkr	2015-12-31	2014-12-31
<b>Ingående fondkapital</b>	<b>293 907</b>	<b>264 712</b>
<b>Nettobetalingar mot pensionssystemet</b>		
Inbetalda pensionsavgifter	61 373	58 880
Utbetalda pensionsmedel till Pensionsmyndigheten	-66 141	-63 775
Överflyttning av pensionsrätter till EG	-2	-2
Reglering av pensionsrätter avseende tidigare år	2	1
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	-176	-224
<b>Summa nettobetalingar mot pensionssystemet</b>	<b>-4 944</b>	<b>-5 120</b>
<b>Årets resultat</b>	<b>11 661</b>	<b>34 315</b>
<b>Utgående fondkapital</b>	<b>300 624</b>	<b>293 907</b>

**16 Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden**

Belopp i mnkr	2015-12-31	2014-12-31
<b>Övriga ställda panter och jämföriga säkerheter</b>		
Utlånade värdepapper mot erhållen säkerhet i form av värdepapper och kontantsäkerhet*	559	9 724
Ställda säkerheter avseende börsclearade derivatavtal	269	828
Ställda säkerheter avseende OTC-derivat (CSA-avtal)	72	-
<b>Åtagande</b>		
Åtagande om framtida investeringar avseende onoterade innehav	20 298	17 211
Teckningsåtagande av certifikat	4 500	4 500
Garanti av nyemission	-	14

\* Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper uppgår till 598 (10 413) 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 2015 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**

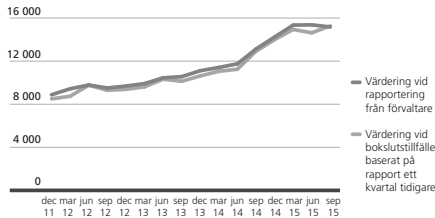
För tillgångar som ej värderas på en aktiv marknad tillämpas olika värderingstekniker för framtagande av ett vid värderingstidpunkten verkligt värde.

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 (knappt 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.

forts. Not 17

**Validering av värderingar inom Private equity, 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, substansvärdeметоден and multipelvärdering 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 2015 utnyttjades i huvudsak värdering av riskkapitalfonderna per den 30 september 2015, 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 2011, 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 2015 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 betalning 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 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
Värdeförändringar	–37	4 069	–2	4 030
Omklassificeringar	–	–	–	–
<b>Totalt</b>	<b>–</b>	<b>49 205</b>	<b>3 000</b>	<b>52 205</b>

100 procent av värdeförändringarna är realiserade per bokslutsdagen.

**Verkligt värde hierarki, mnkr**

	2015-12-31			Totalt verkligt värde
	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	
Aktier och andelar, noterade	127 508	11 018	–	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
<b>Finansiella tillgångar och skulder värderade till verkligt värde</b>	<b>217 448</b>	<b>25 054</b>	<b>52 205</b>	<b>294 707*</b>

	2014-12-31			Totalt verkligt värde
	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	
Aktier och andelar, noterade	135 714	11 302	24	147 040
Aktier och andelar, onoterade	–	–	39 782	39 782
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	80 594	25 537	3 320	109 451
Derivatillgångar	218	2 142	–	2 360
Derivatskulder	–332	–9 396	–	–9 728
<b>Finansiella tillgångar och skulder värderade till verkligt värde</b>	<b>216 194</b>	<b>29 585</b>	<b>43 126</b>	<b>288 905*</b>

\* 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 observerbar indata som regelbundet uppdateras för indirekt värdering med allmänt vedertagna modeller.

**Nivå 3:** Finansiella instrument som värderas med ett inte oväsentligt inslag av ej observerbar 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 observerbar marknadsdata. Värdeförändringar i resultaträkningen redovisas främst under Nettoresultat, onoterade aktier och andelar.

Noter

## forts. Not 17

Förändring under 2014 inom nivå 3, mkr

	Aktier och andelar, noterade	Aktier och andelar, onoterade	Obligationer och andra räntebärande tillgångar	Totalt
Ingående värde januari 2014	54	30 508	3 005	33 567
Köp	–	1 799	310	2 109
Försäljningar	–	–	–	–
Värdeförändringar	-31	7 476	5	7 450
Omklassificeringar	–	–	–	–
<b>Totalt</b>	<b>23</b>	<b>39 783</b>	<b>3 320</b>	<b>43 126</b>

100 procent av värdeförändringarna är realiserade per bokslutsdagen.

**Känslighetsanalys noterade tillgångar****Skogs- och jordbruksfastigheter**

Värdeutvecklingen på skogs- och jordbruksfastigheter styrs till stor del av efterfrågan på skogs- och jordbruksrelaterade råvaror. Värden 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. Värdena 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.

**Risikkapitalfonder**

De enskilda bolagens värderingar i en risikkapitalfond 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 uppåt-gående kursutveckling på börserna.

**Konventionella fastigheter**

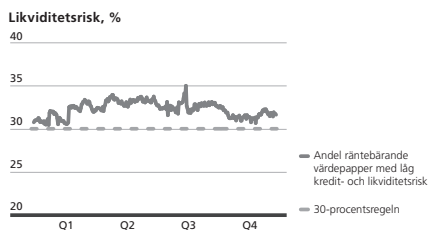
Även om många olika faktorer påverkar fastighetsbolagens resultat och finansiella ställning, är värdeutvecklingen på bolagens fastigheter det riskområde som har störst påverkan på deras resultat. Fastigheternas marknadsvärde påverkas av förändrade antaganden om hyres- och vakansnivåer samt driftkostnader 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 -2,2 mdkr respektive +2,4 mdkr.

## 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 2015 låg fondens andel i värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk kring 31–33 procent. Per årsskiftet uppgick andelen onoterade tillgångar till 5,0 procent. Likviditetsrisken på skuldsidan är mycket liten och utgörs av derivatskulder.

För ytterligare riskupplysningar se avsnittet "Kontrollerat ökat risktagande", sidan 47–52.



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

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			
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Derivat	2 785	–	2 785	–654	–191	1 940	62	2 847
<b>Summa</b>	<b>2 785</b>	<b>–</b>	<b>2 785</b>	<b>–654</b>	<b>–191</b>	<b>1 940</b>	<b>62</b>	<b>2 847</b>
<b>SKULDER</b>								
Derivat	1 250	–	1 250	–654	–72	524	47	1 297
<b>Summa</b>	<b>1 250</b>	<b>–</b>	<b>1 250</b>	<b>–654</b>	<b>–72</b>	<b>524</b>	<b>47</b>	<b>1 297</b>

2014-12-31	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 säkerheter			
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Derivat	2 225	–	2 225	–777	–	1 448	135	2 360
<b>Summa</b>	<b>2 225</b>	<b>–</b>	<b>2 225</b>	<b>–777</b>	<b>–</b>	<b>1 448</b>	<b>135</b>	<b>2 360</b>
<b>SKULDER</b>								
Derivat	9 484	–	9 484	–777	–	8 707	244	9 728
<b>Summa</b>	<b>9 484</b>	<b>–</b>	<b>9 484</b>	<b>–777</b>	<b>–</b>	<b>8 707</b>	<b>244</b>	<b>9 728</b>

\* 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	2015-12-31	2014-12-31
<b>Närstående, röstandel</b>		
<b>Vasakronan Holding AB, 25%</b>		
Ränteintäkter	215	233
Ågarlån	3 000	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
<b>Chaptwo S.ä.r.l., 100%</b>		
Aktieägartillskott	4	–
Investeringsåtagande	2 229	–
<b>Cityhold Property AB, 50%</b>		
Ränteintäkter	19	9
Ågarlån (återbetalt under 2015)	–	681

**Förvaltningsberättelsen, resultaträkningen, balansräkningen och noterna för 2015 har fastställts av styrelsen.**

Göteborg den 23 februari 2016

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 23 februari 2016

Susanne 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

Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Andra AP-fonden för år 2015. Fondens årsredovisning ingår i den tryckta versionen av detta dokument på sidorna 37–70.

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

## Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att uttala oss om årsredovisningen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing och god revisionssed i Sverige. Dessa standarder kräver att vi följer yrkesetiska krav samt planerar och utför revisionen för att uppnå rimlig säkerhet att årsredovisningen inte innehåller väsentliga felaktigheter.

En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsredovisningen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är relevanta för hur fonden upprättar årsredovisningen för att ge en rättvisande bild i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omständigheterna, men inte i syfte att göra ett uttalande om effektiviteten i fondens interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den övergripande presentationen i årsredovisningen.

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

## Uttalanden

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder och ger en i alla väsentliga avse-

enden rättvisande bild av Andra AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2015 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.

**Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar**  
Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Andra AP-fonden förvaltar. Vi har också granskat om det finns någon anmärkning i övrigt mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning för Andra AP-fonden för 2015.

## 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.

## Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att med rimlig säkerhet uttala oss om resultatet av vår granskning och inventeringen av de tillgångar som fonden förvaltar samt om förvaltningen i övrigt på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige.

Som underlag för vårt uttalande om inventeringen av tillgångarna har vi granskat fondens inventering samt ett urval av underlagen för denna.

Som underlag för vårt uttalande om förvaltningen i övrigt har vi utöver vår revision av årsredovisningen granskat väsentliga beslut, åtgärder och förhållanden i fonden för att kunna bedöma om någon styrelseledamot eller verkställande direktören har handlat i strid med lagen om allmänna pensionsfonder.

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

## Uttalanden

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

Göteborg den 23 februari 2016

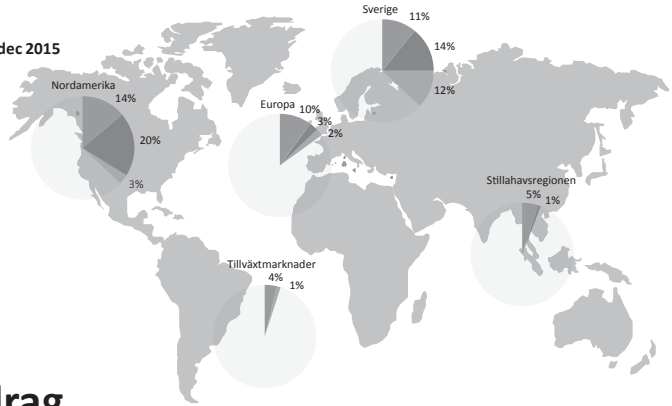
Susanne Sundvall  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

Peter Nilsson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

### AP3s globalt diversifierade portfölj per 31 dec 2015

AP3 investerar i en globalt diversifierad portfölj. Bilden visar en procentuell fördelning per region på marknadsvärdet av investeringarna vid årsskiftet 2015.

- Noterade aktier
- Räntebärande tillgångar
- Alternativa investeringar



## 2015 i sammandrag

- Fondens resultat uppgick till 19 643 (34 977) miljoner kronor.
- AP3s totalavkastning uppgick till 6,9 (13,8) procent före kostnader och 6,8 (13,7) procent efter kostnader. Riskklass Aktier, Inflation och Valuta stod för de största positiva bidragen till fondens resultat.
- AP3s fondkapital uppgick den 31 december 2015 till 303 031 (288 332) miljoner kronor, vilket var en ökning med 14 699 (29 857) miljoner jämfört med årsskiftet 2014.
- AP3 har gjort utbetalningar till pensionssystemet med 4 944 miljoner kronor.
- Fondens förvaltningskostnadsandel uppgick till 0,12 (0,12) procent, varav rörelsekostnader 0,06 (0,07) procent.
- Fonden har överträttat jämförelseportföljen (LSP som infördes 2012) med 4,4 procentenheter under 2015 och 2,6 procentenheter i genomsnitt per år sedan 2012.
- AP3 har uppnått sitt långsiktiga avkastningsmål om 4 procent realt sedan starten 2001.
- AP3 mäter fondens CO<sub>2</sub>-avtryck sedan 2014 och har skrivit under Paris Pledge for Action. Tydliga hållbarhetsmål är satta för perioden 2016 till 2018.

Avkastning före kostnader i %

**6,9**

Förvaltningskostnadsandel i %

**0,12**

Resultat i miljoner kronor

**19 643**

Totalt fondkapital i miljoner kronor

**303 031**

### Nyckeltal

	2015	2014	2013	2012	2011
Fondkapital vid årets slut, mdkr	303,0	288,3	258,5	233,0	214,1
Nettoflöden från pensionssystemet, mdkr	-4,9	-5,1	-6,9	-3,8	-1,2
Årets resultat, mdkr	19,6	35,0	32,4	22,6	-5,5
Avkastning före kostnader, %	6,9	13,8	14,2	10,7	-2,4
Avkastning efter kostnader, %	6,8	13,7	14,1	10,7	-2,5
Förvaltningskostnadsandel totalt, %	0,12	0,12	0,13	0,14	0,11
Förvaltningskostnadsandel exklusive provisionskostnader, %	0,06	0,07	0,07	0,08	0,07

## Resultaträkning

### Resultaträkning

#### RÖRELSENS INTÄKTER

Mkr	Not	2015	2014
Räntenetto	2	1 559	2 592 <sup>1</sup>
Erhållna utdelningar		4 644	3 757
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	3	4 418	10 948
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	4	6 636	1 888
Nettoresultat, räntebärande tillgångar		-189	6 304
Nettoresultat, derivatinstrument		-873	1 501 <sup>1</sup>
Nettoresultat, valutakursförändringar		3 811	8 327
Provisionskostnader, netto	5	-170	-162
<b>Summa rörelsens intäkter</b>		<b>19 836</b>	<b>35 155</b>

#### RÖRELSENS KOSTNADER

Personalkostnader	6	-115	-120
Övriga administrationskostnader	7	-77	-58
<b>Summa rörelsens kostnader</b>		<b>-192</b>	<b>-178</b>
<b>Årets resultat</b>		<b>19 643</b>	<b>34 977</b>

1) Se not 2

## Balansräkning

### Balansräkning

#### TILLGÅNGAR

Mkr	Not	2015-12-31	2014-12-31
Aktier och andelar			
Noterade	8, 19	143 642	137 927
Onoterade	9, 19	39 196	32 017
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	10, 19	132 373	154 362
Derivat	11, 19, 21	5 460	3 862
Kassa och bankmedel		1 780	1 664
Övriga tillgångar	12, 21	11 569	10 911
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	13	1 083	1 375
<b>Summa tillgångar</b>		<b>335 101</b>	<b>342 118</b>

#### FONDKAPITAL OCH SKULDER

##### Skulder

Derivat	11, 19, 21	3 071	10 398
Övriga skulder	14, 21	28 920	43 336
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	15	79	51
<b>Summa skulder</b>		<b>32 070</b>	<b>53 786</b>

##### Fondkapital

Ingående fondkapital	16	288 332	258 475
Nettobetaling mot pensionssystemet		-4 944	-5 120
Årets resultat		19 643	34 977
<b>Summa fondkapital</b>		<b>303 031</b>	<b>288 332</b>
<b>Summa fondkapital och skulder</b>		<b>335 101</b>	<b>342 118</b>

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 2015 har godkänts av styrelsen den 16 februari 2016. 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 placerats i 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, 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 valutakurs.

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 dotterbolag/intressebolag

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder upptas aktier i dotterbolag/intressebolag 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 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 erhålls 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 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 substansvärdeметоден 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 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 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 räntjusteringstillfälle och ingår i redovisad räntetäkt. Värdeförändringar till följd av räntjusteringar redovisas under nettoresultat 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 nettoretsultat valutakursförändringar medan övriga värdeförändringar redovisas som nettoretsultat derivatinstrument. Skillnaden mellan terminkurs och avistakurs för valutaterminer periodiseras linjärt över terminskontraktets löptid och redovisas som ränta.

#### Återköpstransaktioner

Vid äkta återköpstransaktioner, 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 räntetäkt i resultaträkningen. Erhållna säkerheter för utlånade 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 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 vinstindelning tillämpas, redovisas som avgående post under nettoresultat för aktuellt tillgångslag i resultaträkningen.

## ■ NOT 1 forts.

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 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 nettoredovisas 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	2015	2014
<b>RÄNTEINTÄKTER</b>		
Obligationer och andra räntebärande intäkter	2 207	2 408
Derivatinstrument	11 099	1 603
Värdepapperslån, aktier	65	66
Värdepapperslån, obligationer	33	30
Övriga ränteintäkter	17	4
<b>Summa ränteintäkter</b>	<b>13 420</b>	<b>4 112</b>
<b>RÄNTEKOSTNADER</b>		
Derivatinstrument	11 862	1 519
Övriga räntekostnader	0	0
<b>Summa räntekostnader</b>	<b>11 862</b>	<b>1 519</b>
<b>Räntenetto</b>	<b>1 559</b>	<b>2 592</b>

Omklassificering har skett i jämförelse med föregående år och jämförelsesiffrorna har därför justerats.

## ■ NOT 3 Nettoresultat noterade aktier och andelar

Mkr	2015	2014
Resultat noterade aktier och andelar	4 516	11 021
Avgår courtage	-98	-73
<b>Nettoresultat noterade aktier och andelar</b>	<b>4 418</b>	<b>10 948</b>

## ■ NOT 4 Nettoresultat onoterade aktier och andelar

Mkr	2015	2014
Realisationsresultat	3 728	1 618
Orealiserade värdeförändringar	2 908	269
<b>Nettoresultat onoterade aktier och andelar</b>	<b>6 636</b>	<b>1 888</b>

## ■ NOT 5 Provisionskostnader

Mkr	2015	2014
Externa förvaltningsarvoden noterade tillgångar	139	130
Externa förvaltningsarvoden onoterade tillgångar	15	18
Övriga provisionskostnader inkl depåbankskostnader	16	14
<b>Summa provisionskostnader</b>	<b>170</b>	<b>162</b>

I provisionskostnader redovisas inte prestationsbaserade arvoden vilka uppgick till 113 (103) mkr, varav 85 (91) mkr avser noterade aktier och 28 (12) mkr avser onoterade aktier och andelar. Dessa redovisas direkt mot nettoresultat för respektive tillgångsslag.

Underliggande avgifter i så kallade total return swaps (TRS)<sup>1)</sup> redovisas inte i provisionskostnader utan som en del av värdeförändringen under Nettoresultat, derivatinstrument. För 2015 uppgår underliggande kostnader i TRS till 20 (20) mkr.

Under året har totalt 146 (171) mkr erlagts i förvaltararvoden avseende onoterade tillgångar. Av dessa avser 130 (153) mkr avtal som medger återbetalning av erlagda förvaltningsarvoden före vinstdelning vid avyttring. Dessa redovisas som en del av tillgångens anskaffningsvärde.

1) Se ordlista s. 66

# Skr. 2015/16:130

## Bilaga 5

TREDJE AP-FONDEN | NOTER

### NOT 6 Personal

	2015		2014	
	totalt	varav kvinnor	totalt	varav kvinnor
Medelantal anställda	54	19	56	18
Anställda 31/12	51	17	57	20
Antal i ledningsgruppen 31/12	4	2	5	2

Personalkostnader i tkr, 2015	Löner och arvoden	Rörliga ersättningar	Pensionskostnader	varav lönevaxling	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
<b>Summa</b>	<b>626</b>				<b>197</b>	<b>823</b>
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
<b>Summa ledningsgruppen exkl. VD</b>	<b>8 045</b>		<b>2 181</b>		<b>3 057</b>	<b>13 284</b>
Övriga anställda	49 670	3 903	17 018	1 683	20 609	91 201
<b>Summa anställda</b>	<b>61 029</b>	<b>3 903</b>	<b>21 380</b>	<b>2 572</b>	<b>25 236</b>	<b>111 548</b>
Övriga personalkostnader						2 937
<b>Summa personalkostnader</b>	<b>61 655</b>	<b>3 903</b>	<b>21 380</b>	<b>2 572</b>	<b>25 433</b>	<b>115 308</b>

Personalkostnader i tkr, 2014	Löner och arvoden	Rörliga ersättningar	Pensionskostnader	varav lönevaxling	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	133
Inga-Lill Carlberg	71				22	94
Peter Englund	50				16	66
Gunvor Engström	50				16	66
Lars Ernsäter	60				19	79
Peter Hellberg	60				19	79
Elisabeth Unell	50				16	66
<b>Summa</b>	<b>625</b>				<b>197</b>	<b>822</b>
VD Kerstin Hessius	4 084		1 250		1 587	6 921
<i>Ledningsgruppen exkl. VD</i>						
Mattias Bylund	1 583		413		598	2 593
Gustaf Hagerud (avgick ur ledningsgruppen nov 2014)	2 940		855		1 131	4 926
Kerim Kaskal	2 684		929		1 069	4 681
Mårten Lindeborg	2 243		614		854	3 710
Lil Larås Lindgren (fr o m feb 2014)	1 107		354		434	1 895
<b>Summa ledningsgruppen exkl. VD</b>	<b>10 557</b>		<b>3 164</b>		<b>4 085</b>	<b>17 806</b>
Övriga anställda	51 118	4 376	14 967	478	20 699	91 160
<b>Summa anställda</b>	<b>65 759</b>	<b>4 376</b>	<b>19 382</b>	<b>478</b>	<b>26 370</b>	<b>115 887</b>
Övriga personalkostnader						3 514
<b>Summa personalkostnader</b>	<b>66 384</b>	<b>4 376</b>	<b>19 382</b>	<b>478</b>	<b>26 567</b>	<b>120 223</b>



## ■ NOT 6 forts.

■ **Styrelse** Styrelsearvoden 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 2015 har 100 (100) tkr betalats ut i ersättning 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. Uppsägningstid 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 2 (2) tkr. VD omfattas ej av programmet för prestationsbaserad rörlig ersättning.

■ **Ledningsgrupp exkl VD** Ledningsgruppen består från 1 oktober 2015 av VD, vice VD tillika CIO, samt cheferna för Affärsstöd & kontroll/Chief Risk Officer och Kommunikation. Fram till och med 30 september bestod ledningsgruppen även av en tidigare Chief Investment Officer som utgick ur ledningen med anledning av att denne valde att säga upp sin anställning vid fonden.

Fonden är ansluten till kollektivavtal mellan BAO och JUSEK/CR/CF (SACO). Endast VD, vice VD/CIO samt förra Chief Investment Officer har/har haft villkor som avviker från kollektivavtalet. Både fondens förra och nuvarande Chief Investment Officer har/har haft en ömsesidig uppsägningstid om 6 månader. Vid uppsägning

från fondens sida kan även 6 månaders avgångsvederlag utbetalas. Uppsägningstid 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 0 (0) och 9 (5) 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 2015 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% 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 2015 har fonden reserverat 3,9 (4,4) 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 (1,2) månadslöner per anställd som omfattas av programmet.

■ **Sjukfrånvaro** Total sjukfrånvaro under 2015 uppgick till 0,8% (0,5%) uppdelat på 0,2% (0,4%) för män och 2,0% (0,7%) för kvinnor. Ingen (0%) av fondens anställda har varit sjukskriven mer än 60 dagar i sträck under 2015.

## ■ 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. Fonderna har inga anställda under 18 år.

## ■ NOT 7 Övriga administrationskostnader

Mkr	2015	2014
Lokalkostnader	10	10
Informations- och datakostnader	39	30
Köpta tjänster	21	11
Övrigt	7	7
<b>Summa övriga administrationskostnader</b>	<b>77</b>	<b>58</b>

I köpta tjänster ovan ingår arvoden till revisionsbolag.

Tkr	2015	2014
<b>Revisionsuppdrag</b>		
PwC	705	-
EY AB	-	818
<b>Andra uppdrag</b>		
PwC	616	-
EY AB	-	23
<b>Summa ersättning till revisionsbolag</b>	<b>1 321</b>	<b>842</b>

I köpta tjänster ovan ingår arvoden för konsulttjänster beställda av regeringskansliet om 0,3 (0,9) mkr. Köpta tjänster inkluderar även en förgäveskostnad om 11,2 mkr för utebliven investeringen inom infrastruktur där fonden förlorade budgivningen. Denna kostnad skulle vid investering ha aktiverats över balansräkningen som en anskaffningskostnad.

## ■ NOT 8 Noterade aktier och andelar

Mkr	2015-12-31	2014-12-31
	Verkligt värde	Verkligt värde
Svenska aktier	36 322	32 966
Andelar i svenska fonder	3 030	1 567
Utländska aktier	80 513	79 658
Andelar i utländska fonder	23 776	23 735
<b>Summa noterade aktier och andelar</b>	<b>143 642</b>	<b>137 927</b>

En förteckning över fondens fem största svenska respektive utländska aktieinnehav finns på sid 62. På fondens hemsida [www.ap3.se](http://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% av de utlånade tillgångarnas marknadsvärde.

# Skr. 2015/16:130

## Bilaga 5

TREDJE AP-FONDEN | NOTER

### NOT 9 Aktier och andelar, onoterade

AP3 hade per 31 dec 2015 gjort följande investeringar i onoterade värdepapper direkt och via riskkapitalbolag och fonder. Specifikation nedan visar de fem största innehaven baserat på investerat kapital.

Mkr	2015-12-31	2014-12-31
	Verkligt värde	Verkligt värde
Aktier i svenska dotter- och intressebolag	19 437	10 933
Aktier i övriga svenska bolag	1 412	749
Andelar i svenska riskkapitalbolag och fonder	502	681
Utländska aktier och andelar	17 844	19 654
<b>Summa aktier och andelar, onoterade</b>	<b>39 196</b>	<b>32 017</b>

	Organisations-nummer	Säte	Antal aktier	Ägarandel kapital	Verkligt värde	100% eget kapital 2015	100% resultat 2015
<b>Onoterade aktier i dotter- och intressebolag</b>							
Vasakronan AB	556650-4196	Stockholm	1 000 000	25%	8 982	29 245	10 120
Hemsö Fastighets AB	556779-8169	Stockholm	70 000 700	70%	5 424	6 771	1 357
Hemsö Intressenter AB	556917-4336	Stockholm	25 000	50%	1 162		
Hemsö Norden KB	969769-2961	Stockholm	58 198 718	50%	71	141	15
Trophii Fastighets AB	556914-7647	Stockholm	1 000 000	100%	1 526	1 564	210
Ellevio AB	556037-7326	Stockholm	1 467 030 309	20%	1 344		
Fastighets AB Regio	559013-4911	Stockholm	4 000 000	99%	930	951	17
<b>Summa aktier i svenska dotter- och intressebolag</b>					<b>19 437</b>		

	Organisations-nummer	Säte	Antal aktier	Ägarandel kapital	Anskaffningsvärde 2015	Anskaffningsvärde 2014
<b>Övriga onoterade svenska aktier och andelar</b>						
Bergvik Skog AB	556610-2959	Falun	347	5%	174	174
BONESUPPORT AB	556802-2171	Lund	11 921 108	9,5%	51	-
<b>Största innehaven i svenska riskkapitalbolag och fonder</b>						
IT Provider Fund IV		Stockholm		16%	125	127
Valedo Partners Fund I		Stockholm		20%	123	122
<b>Fem största innehaven i utländska riskkapitalbolag och fonder</b>						
German Retail Income		Jersey		92%	1 119	751
RMK GAC		Pennsylvania		100%	766	780
Innisfree PFI Secondary Fund 2 (ISF2)		London		21%	700	686
Hancock GAC		Massachusetts		100%	437	437
Southern Cone Timberland, LLC		Delaware		19%	423	428
Anskaffningsvärde resterande innehav					22 740	18 699
<b>Totalt anskaffningsvärde</b>					<b>26 659</b>	<b>22 585</b>
<b>Totalt verkligt värde</b>					<b>39 196</b>	<b>32 017</b>

En specifikation över samtliga innehav med angivelse av startår på investeringen och investeringsåtagande återfinns på [www.ap3.se](http://www.ap3.se).

### NOT 10 Obligationer och andra räntebärande tillgångar

#### OBLIGATIONER OCH ANDRA RÄNTEBÄRANDE VÄRDEPAPPER FÖRDELAT PÅ EMITTENTKATEGORI

Mkr	2015-12-31	2014-12-31
	Verkligt värde	Verkligt värde
Svenska staten	12 188	23 683
Svenska kommuner	75	-
Svenska bostadsinstitut	881	6 862
Övriga svenska emittenter		
Finansiella företag	1 194	1 515
Icke-finansiella företag	15 343	13 984
Utländska stater	62 212	55 817
Övriga utländska emittenter	35 784	46 073
<b>Summa</b>	<b>127 676</b>	<b>147 934</b>
<b>Räntefonder</b>	<b>4 697</b>	<b>6 428</b>
<b>Summa</b>	<b>132 373</b>	<b>154 362</b>

### NOT 10 forts.

#### OBLIGATIONER OCH ANDRA RÄNTEBÄRANDE VÄRDEPAPPER FÖRDELAT PÅ INSTRUMENTKATEGORI

Mkr	2015-12-31	2014-12-31
	Verkligt värde	Verkligt värde
Realränteb obligationer	18 954	16 522
Övriga obligationer	98 138	122 667
Certifikat	560	350
Onoterade reverslån	10 025	8 395
<b>Summa</b>	<b>127 676</b>	<b>147 934</b>
<b>Räntefonder</b>	<b>4 697</b>	<b>6 428</b>
<b>Summa</b>	<b>132 373</b>	<b>154 362</b>

Av obligationer och andra räntebärande värdepapper avser 17 449 (29 820) mkr 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% av de utlånade tillgångarnas marknadsvärde.

## ■ NOT 11 Derivatinstrument brutto

Mkr	2015-12-31		Mkr	2014-12-31	
	Positivt verkligt värde	Negativt verkligt värde		Positivt verkligt värde	Negativt verkligt värde
<b>AKTIERELATERADE INSTRUMENT</b>					
Optioner, clearade	Innehavda, köp	92	-	0	-
	Innehavda, sälj	-	-	20	-
	Utställda, köp	-	-1	-	-2
	Utställda, sälj	-	-56	-	-
Terminer		151	-160	376	-219
Swappar		37	-38	122	-0
<b>Summa</b>		<b>281</b>	<b>-255</b>	<b>518</b>	<b>-221</b>
varav clearat		244	-217	396	-221
<b>RÄNTE- OCH KREDITRELATERADE INSTRUMENT</b>					
Optioner, clearade	Innehavda, köp	263	-1	15	-
	Innehavda, sälj	3	-129	57	-141
	Utställda, köp	-	-1	-	-16
	Utställda, sälj	19	-2	100	-45
FRA/Terminer		39	-62	77	-131
CDS		691	-595	789	-817
Swappar		149	-169	63	-201
<b>Summa</b>		<b>1 163</b>	<b>-961</b>	<b>1 101</b>	<b>-1 352</b>
varav clearat		323	-196	249	-333
<b>VALUTARELATERADE INSTRUMENT</b>					
Optioner, OTC	Innehavda, köp	167	-	1 189	-
	Innehavda, sälj	1 038	-	724	-
	Utställda, köp	-	-75	-	-1 375
	Utställda, sälj	-	-956	-	-630
Terminer		2 810	-823	329	-6 821
Swappar		-	-	-	-
<b>Summa</b>		<b>4 015</b>	<b>-1 855</b>	<b>2 243</b>	<b>-8 826</b>
Effekt av nettoredovisning		-	-	-	-
<b>Summa derivatinstrument</b>		<b>5 460</b>	<b>-3 071</b>	<b>3 862</b>	<b>-10 398</b>

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 anlitats. 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 delpositioner i olika optionsstrategier 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](http://www.ap3.se).

■ NOT 12 Övriga tillgångar

Mkr	2015-12-31	2014-12-31
Fondlikvider	188	247
Återköpsttransaktioner	1 388	605
Återinvesterade kontantsäkerheter	9 990	10 059
Övriga tillgångar	-	-
Övriga kortfristiga fordringar	2	0
<b>Summa övriga tillgångar</b>	<b>11 569</b>	<b>10 911</b>

■ NOT 13 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

Mkr	2015-12-31	2014-12-31
Upplupna ränteutgifter	861	1 155
Upplupna utdelningar	99	84
Restititioner	76	82
Förutbetalda kostnader	35	41
Upplupna premier aktielån	12	13
<b>Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter</b>	<b>1 083</b>	<b>1 375</b>

■ NOT 14 Övriga skulder

Mkr	2015-12-31	2014-12-31
Leverantörsskulder	12	7
Fondlikvider	203	674
Löneskatter	1	0
Personalens källskatter	2	3
Återköpsttransaktioner	1 251	2 768
Mottagna kontantsäkerheter	27 441	39 879
Övriga skulder	11	6
<b>Summa övriga skulder</b>	<b>28 920</b>	<b>43 336</b>

■ NOT 15 Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader

Mkr	2015-12-31	2014-12-31
Upplupna externa förvaltningskostnader	57	29
Övriga upplupna kostnader	11	10
Rörlig ersättning inkl sociala avgifter	11	12
<b>Summa förutbetalda intäkter och upplupna kostnader</b>	<b>79</b>	<b>51</b>

Utbetalning av rörlig ersättning för år 2013 utbetalades till 40% under 2014 och resterande del utbetalas under 2016. Utbetalning för rörlig ersättning för år 2014 utbetalades till 40% under 2015 och resterande del utbetalas under 2017. Avsättning för rörlig ersättning har även gjorts för år 2015, med 40% utbetalning 2016 och resterande del för utbetalning 2018.

■ NOT 16 Fondkapital

NETTOBETALNINGAR MOT PENSIONSSYSTEMET		
Mkr	2015-12-31	2014-12-31
<b>Ingående fondkapital</b>	<b>288 332</b>	<b>258 475</b>
Inbetalda pensionsavgifter	61 373	58 880
Utbetalda pensionsmedel innevarande år	-66 141	-63 776
Överflyttning av pensionsrätter till EG	-3	-2
Reglering av pensionsrätt	2	1
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	-176	-224
<b>Summa nettobetalingar mot pensionssystemet</b>	<b>-4 944</b>	<b>-5 120</b>
<b>Årets resultat</b>	<b>19 643</b>	<b>34 977</b>
<b>Utgående fondkapital</b>	<b>303 031</b>	<b>288 332</b>

■ NOT 17 Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden

STÄLLDA PANTER, ANSVARSFÖRBINDELSER OCH JÄMFÖRLIGA SÄKERHETER		
Mkr	2015-12-31	2014-12-31
Panter för återköpsttransaktioner		
Mottagna säkerheter	11 378	10 671
Avlämnade säkerheter	1 251	2 768
Panter för derivathandel		
Erhållen kontantsäkerhet	1 111	0
Ställd kontantsäkerhet	92	817
Utlånade värdepapper för vilka kontantsäkerheter erhållits		
Utlånade värdepapper	27 447	39 876
Erhållen kontantsäkerhet	27 441	39 879
Utlånade värdepapper mot erhållen säkerhet i form av värdepapper		
Utlånade värdepapper	20 320	15 396
Erhållen säkerhet i form av värdepapper	22 071	17 177

UTESTÄENDE ÅTAGANDEN

Mkr	2015-12-31	2014-12-31
Onoterade aktier	5 299	4 318
Fastighets- och skogsfonder	923	1 386
Teckningsåtaganden	8 500	8 500

En rättning för 2014 har gjorts av utestående teckningsåtaganden. Ovanstående säkerheter finns redovisade i not 10, 12 och 14.

## ■ NOT 18 Valutaexponering

## 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 <sup>1</sup>	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
<b>Valutaexponering brutto</b>	<b>23 024</b>	<b>20 960</b>	<b>8 565</b>	<b>118 144</b>	<b>28 854</b>	<b>199 547</b>
Kurrsäkring	-27 487	-15 817	-500	-75 364	-9 169	-128 338
<b>Total valutaexponering</b>	<b>-4 463</b>	<b>5 142</b>	<b>8 065</b>	<b>42 780</b>	<b>19 685</b>	<b>71 210</b>

## VALUTAEXPONERADE TILLGÅNGAR PER VALUTA PER 31 DEC 2014

Mkr	EUR	GBP	JPY	USD	Övrigt	Totalt
Aktier och andelar	17 773	14 109	6 342	55 892	24 916	119 032
Exponering genom SEK-noterade bolag med utländsk hemvist <sup>1</sup>	392	678			1 055	2 125
Obligationer och andra räntebärande värdepapper	3 958	10 288		49 513	2 865	66 624
Derivat	-3 208	-563	1	-4 851	-277	-8 898
Övriga placeringstillgångar	3 221	-1 723	92	6 860	1 333	9 782
<b>Valutaexponering brutto</b>	<b>22 136</b>	<b>22 789</b>	<b>6 435</b>	<b>107 413</b>	<b>29 892</b>	<b>188 666</b>
Kurrsäkring	-22 350	-16 157	-6 058	-61 812	-9 777	-116 154
<b>Total valutaexponering</b>	<b>-214</b>	<b>6 632</b>	<b>377</b>	<b>45 601</b>	<b>20 115</b>	<b>72 511</b>

1) Att denna exponering anses utsatt för valutarisk är en följd av lagkrav.

## ■ NOT 19 Finansiella instrument, pris- och värderingshierarki

## 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
<b>Summa investeringstillgångar</b>	<b>266 233</b>	<b>4 893</b>	<b>49 545</b>	<b>320 670</b>
Derivat, negativa marknadsvärden	-413	-2 657		-3 071
<b>Summa</b>	<b>265 819</b>	<b>2 235</b>	<b>49 545</b>	<b>317 599</b>

## INVESTERINGSTILLGÅNGAR PER VÄRDERINGSKATEGORI PER 31 DEC 2014

Mkr	Observerbara priser i en aktiv marknad	Modellvärdering med observerbara indata	Modellvärdering med ej observerbara indata	Totalt
Noterade aktier och andelar	137 927			137 927
Onoterade aktier och andelar			32 017	32 017
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	145 357	395	8 610	154 362
Derivat, positiva marknadsvärden	645	3 217		3 862
<b>Summa investeringstillgångar</b>	<b>283 928</b>	<b>3 612</b>	<b>40 628</b>	<b>328 168</b>
Derivat, negativa marknadsvärden	-554	-9 845		-10 398
<b>Summa</b>	<b>283 374</b>	<b>-6 233</b>	<b>40 628</b>	<b>317 769</b>

■ NOT 19 forts.

FÖRÄNDRING AV TILLGÅNGAR UNDER MODELLVÄRDERING MED EJ OBSERVERBARA INDATA 2014 TILL 2015

Mkr	Noterade aktier och andelar	Onoterade aktier och andelar	Obligationer och andra ränte- bärande 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 värdeförändring	-	232	-48	-	183
Orealiserad värdeförändring	-	2 807	143	-	3 019
Förflyttning från nivå 1 eller 2	-	-	-	-	-
Förflyttning till nivå 1 eller 2	-	-	-	-	-
Redovisat värde vid årets utgång	-	39 126	10 349	-	49 545

FÖRÄNDRING AV TILLGÅNGAR UNDER MODELLVÄRDERING MED EJ OBSERVERBARA INDATA 2013 TILL 2014

Mkr	Noterade aktier och andelar	Onoterade aktier och andelar	Obligationer och andra ränte- bärande tillgångar	Derivat	Totalt
Redovisat värde vid årets ingång	-	28 863	7 788	-	36 651
Investerat	-	2 846	5 996	-	8 842
Sålt/återbetalt under året	-	-2 786	-5 167	-	-7 953
Realiserad värdeförändring	-	254	-	-	254
Orealiserad värdeförändring	-	2 840	-6	-	2 833
Förflyttning från nivå 1 eller 2	-	-	-	-	-
Förflyttning till nivå 1 eller 2	-	-	-	0	0
Redovisat värde vid årets utgång	-	32 017	8 610	0	40 627

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 överlåtas 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 indexleverantörernas 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 värenummerad 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 2015 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, så kallade buyouts.

I tabellen redovisas AP3s samtliga investeringstillgångar fördelade per värderingskategori. 84 (89) 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 -1,7 (-1,4) procent. Fondens värderingsrisk bedöms som begränsad.

## ■ NOT 20 Finansiella risker

## RISK MÅTT SOM VALUE AT RISK FÖR AP3S PORTFÖJ

Mkr	Lägsta nivå	Högsta nivå	Genomsnitt	31 dec	31 dec <sup>1</sup>
2015	1 406	4 450	2 341	2 232	2 615
2014	876	2 374	1 415	1 946	1 367

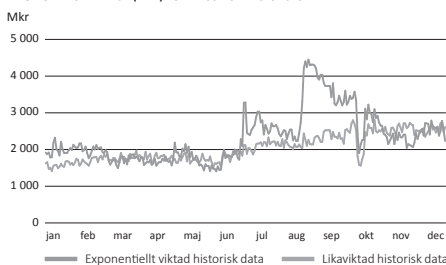
<sup>1</sup> Kolumnen visar VaR vid likaviktad historisk data.

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 2 232 (1 946) mkr. AP3 beräknar VaR med 95 procents 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, dvs varje dag under perioden väger lika tungt i beräkningen.

Fondens risk mått som VaR har varierat mellan 1 406 (876) mkr och 4 450 (2 374) mkr under året. Skillnaderna i risknivå förklaras främst av förändrad marknadsvolatilitet och mindre av förändringar av portföljens sammansättning.

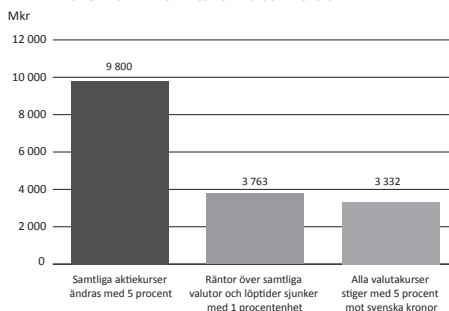
Tabellen ovan visar högsta och lägsta nivå på VaR samt risken i genomsnitt och vid slutet av året för AP3s portfölj. På sid 38 visas riskeponeringen fördelad på AP3s riskklasser.

## DAGLIG VALUE AT RISK (VAR) FÖR AP3S PORTFÖJ 2015



Känslighetsmått av enkla slag kan användas för att få en förståelse för vilken resultatpåverkan en viss prisförändring skulle få baserat på utstående positioner i olika tillgångslag. Om samtliga aktiekurser skulle förändras med 5 procent skulle det medföra en värdeförändring av AP3s aktieportfölj på 9 800 (9 286) mkr. En förändring av samtliga räntor med 1 procentenhet, ett så kallat parallellskifte av räntekurvan, skulle medföra en värdeförändring på 3 763 (4 161) mkr. På samma sätt skulle en förändring av samtliga valutakurser mot kronan på 5 procent resultera i en värdeförändring på 3 332 (3 502) mkr. Känslighetsmåten innehåller ingen bedömning av sannolikheten för att något ska inträffa och tar inte hänsyn till hur olika tillgångar rör sig i förhållande till varandra, så kallad korrelation.

## ENKLA KÄNSLIGHETSMÅTT FÖR AP3S PORTFÖJ 31 DEC 2015



Kreditrisken i AP3s portfölj för räntebärande fordringar och derivat kan beskrivas genom att titta på fördelningen av exponering per ratingkategori. Tabellen nedan visar att 76 (72) procent av fondens kreditriskeponering avser motparter med en rating från AAA till AA enligt kreditvärderingsinstitutet Standard & Poor's. Kreditriskeponeringen minskar avseende t ex repor och derivat genom att AP3 erhåller säkerheter motsvarande hela eller del av den fordran som AP3 har på motparten.

EXPONERING MOT KREDITRISK PER 31 DEC 2015<sup>1</sup>

Mkr	KREDITBETYG				
	AAA	AA	A	BBB	<BBB- <sup>2</sup>
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	
<b>Bruttoexponering</b>	<b>33 625</b>	<b>65 258</b>	<b>22 574</b>	<b>5 516</b>	<b>3 458</b>
Erhållna säkerheter		212	903		
<b>Nettoexponering</b>	<b>33 625</b>	<b>65 046</b>	<b>21 671</b>	<b>5 516</b>	<b>3 458</b>

EXPONERING MOT KREDITRISK PER 31 DEC 2014<sup>1</sup>

Mkr	KREDITBETYG				
	AAA	AA	A	BBB	<BBB- <sup>2</sup>
Statsobligationer	41 479	47 858	367		
Bostadsobligationer	7 188	128	50		
Företagsobligationer	1	5 386	9 810	1 807	4 397
Depositioner & repor		6 537	24 894		
Derivat, nettofordran		3	75		
<b>Bruttoexponering</b>	<b>48 668</b>	<b>59 911</b>	<b>35 196</b>	<b>1 807</b>	<b>4 397</b>
Erhållna säkerheter			4		
<b>Nettoexponering</b>	<b>48 668</b>	<b>59 911</b>	<b>35 192</b>	<b>1 807</b>	<b>4 397</b>

1) Inkluderar placeringar i noterade räntebärande värdepapper, depositioner och repor, icke clearade derivat där AP3 har en fordran på motparten samt återinvestering av erhållna konstantsäkerheter relaterade till värdepappersutlåning. Då tabellen endast visar exponering mot kreditrisk kan den ej jämföras 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 2015 har fondens andel i snitt legat på 32,7 (34,9) procent.

■ NOT 21 Finansiella tillgångar och skulder som nettas i balansräkningen eller lyder under kvittningsavtal

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 <sup>1</sup>	Summa i balansräkningen
Derivat	4 893		4 893	2 483	1 111	1 299	567	5 460
Tillgångsrepor	1 388		1 388	1 251		137	9 990	11 378
Ej likviderade affärer							188	188
<b>Summa</b>	<b>6 281</b>	<b>0</b>	<b>6 281</b>	<b>3 734</b>	<b>1 111</b>	<b>1 436</b>	<b>10 745</b>	<b>17 026</b>

2014-12-31								
Skulder, Mkr	Bruttobelopp	Nettade belopp i balansräkningen	Nettobalans i balansräkningen	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Ställda säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt <sup>1</sup>	Summa i balansräkningen
Derivat	2 657		2 657	2 483	92	83	413	3 071
Skuldrepor	1 251		1 251	1 251	5	0		1 251
Ej likviderade affärer							203	203
<b>Summa</b>	<b>3 909</b>	<b>0</b>	<b>3 909</b>	<b>3 734</b>	<b>96</b>	<b>83</b>	<b>616</b>	<b>4 524</b>

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

2014-12-31								
Tillgångar, Mkr	Bruttobelopp	Nettade belopp i balansräkningen	Nettobalans i balansräkningen	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Mottagna säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt <sup>1</sup>	Summa i balansräkningen
Derivat	3 217		3 217	3 171		46	645	3 862
Tillgångsrepor	612		612	612	4	0	10 052	10 664
Ej likviderade affärer							247	247
<b>Summa</b>	<b>3 829</b>	<b>0</b>	<b>3 829</b>	<b>3 783</b>	<b>4</b>	<b>46</b>	<b>10 943</b>	<b>14 773</b>

2014-12-31								
Skulder, Mkr	Bruttobelopp	Nettade belopp i balansräkningen	Nettobalans i balansräkningen	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Ställda säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt <sup>1</sup>	Summa i balansräkningen
Derivat	9 845		9 845	3 171	817	5 858	554	10 398
Skuldrepor	2 768		2 768	612		2 155		2 768
Ej likviderade affärer							674	674
<b>Summa</b>	<b>12 612</b>	<b>0</b>	<b>12 612</b>	<b>3 783</b>	<b>817</b>	<b>8 013</b>	<b>1 228</b>	<b>13 840</b>

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 2015: Kerstin Hessius i Vasakronan och Hemsö; Bengt Hellström i Hemsö, Trophi och Ellevio; Mårten Lindeborg i Regio och Klas Åkerbäck i Regio, Trophi och Ellevio. Samtliga dessa uppdrag var oavlönade. Dessutom satt AP3s styrelseordförande Pär Nuder i styrelsen för Hemsö med en ersättning uppgående till 400 tkr under 2015. AP3 hyr sina lokaler av Vasakronan AB till marknadsmässiga villkor.

Motpart, Mkr	2015	2014
<b>Vasakronan Holding AB</b>		
Ränteintäkter	215	231
Lokalhyror	-9	-9
Ågarlån	3 000	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

■ NOT 22 forts.

Motpart, Mkr	2015	2014
<b>Hemsö Fastighets AB</b>		
Ränteintäkter	53	210
Ågarlån	-	3 000
Åtagande om att på Hemsö Fastighets ABS begäran köpa företagscertifikat i bolaget med upp till ett maximalt likvidbelopp om:	4 000	4 000
<b>Hemsö Intressenter AB</b>		
Ränteintäkter	72	25
Ågarlån	1 470	570
<b>Trophi Fastighets AB</b>		
Ränteintäkter	100	60
Ågarlån	2 057	1 697
Aktieägartillskott under året	348	788
<b>Ellevio AB</b>		
Ränteintäkter	172	-
Ågarlån	3 423	-



Styrelsens och verkställande direktörens underskrifter

Stockholm den 16 februari 2016

Pär Nuder, *ordförande*

Björn Börjesson, *vice ordförande*

Sonat Burman-Olsson

Inga-Lill Carlberg

Peter Englund

Gunvor Engström

Lars Ernsäter

Peter Hellberg

Elisabeth Unell

Kerstin Hessius, *verkställande direktör*

Vår revisionsberättelse har lämnats den 16 februari 2016

Susanne Sundvall  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

Peter Nilsson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

## Revisionsberättelse

### för Tredje AP-fonden, organisationsnummer 802014-4120

Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Tredje AP-fonden för 2015. Fondens årsredovisning ingår i den tryckta versionen av detta dokument på sidorna 33-57.

#### Styrelsens och verkställande direktörens ansvar för årsredovisningen

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

#### Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att uttala oss om årsredovisningen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing och god revisionssed i Sverige. Dessa standarder kräver att vi följer yrkesetiska krav samt planerar och utför revisionen för att uppnå rimlig säkerhet att årsredovisningen inte innehåller väsentliga felaktigheter.

En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsredovisningen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är relevanta

för hur fonden upprättar årsredovisningen för att ge en rättvisande bild i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omständigheterna, men inte i syfte att göra ett uttalande om effektiviteten i fondens interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den övergripande presentationen i årsredovisningen.

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

#### Uttalanden

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 2015 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.

#### Rapport om andra krav enligt lagar och författningar

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

direktörens förvaltning för Tredje AP-fonden för 2015.

#### Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

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

#### Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att med rimlig säkerhet uttala oss om resultatet av vår granskning och inventeringen av de tillgångar som fonden förvaltar samt om förvaltningen i övrigt på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige.

Som underlag för vårt uttalande om inventeringen av tillgångarna har vi granskat fondens innehavsförteckning samt ett urval av underlagen för denna.

Som underlag för vårt uttalande om förvaltningen i övrigt har vi utöver vår revision av årsredovisningen granskat väsentliga beslut, åtgärder och förhållanden i fonden för att kunna bedöma om någon styrelseledamot eller verkställande direktören har handlat i strid med lagen om allmänna pensionsfonder.

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

#### Uttalanden

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

Stockholm den 16 februari 2016

Susanne Sundvall  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

Peter Nilsson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

## Positiva resultat för samtliga förvaltningshorisonter

Med ett positivt resultat på 20,1 (40,2) miljarder kronor ökade fondkapitalet till 310,0 (294,9) miljarder kronor under 2015. Totalavkastning efter kostnader uppgick till 6,8 (15,7) procent. För sjunde året i följd överträffade den aktiva Taktiska förvaltningen jämförelseindex.

# 310

miljarder kronor i fondkapital

# 20

miljarder kronor i totalt resultat

# 6,8

procent i totalavkastning efter kostnader

# Utmärkelser

för AP4:s miljöarbete, förvaltningsstruktur och rapportering

## Portfolio Decarbonization Coalition (PDC)

AP4 har under året i nära samarbete med FN arbetat för att samla investerare världen över till koalitionen PDC, som arbetar för att investerare ska mäta, offentliggöra och minska sitt koldioxidavtryck. PDC överträffade de mål som sattes upp inför klimatmötet, COP21, i Paris 2015.

ÅRET I KORTHET, NYCKELTAL	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009 <sup>1</sup>
Årets resultat, mdr kr	20,1	40,2	37,0	23,4	-1,6	21,2	34,9
Utbetalat netto till pensionssystemet, mdr kr	-4,9	-5,1	-6,9	-3,8	-1,2	-4,0	-3,9
Utgående fondkapital, mdr kr	310,0	294,9	259,7	229,6	210,0	212,8	195,7
Totalavkastning efter kostnader	6,8	15,7	16,4	11,2	-0,7	10,9	21,5
Årlig totalavkastning efter kostnader, genomsnitt 5 år	9,7	10,5	11,6	3,3	1,6	3,8	4,9
Årlig totalavkastning efter kostnader, genomsnitt 10 år	6,7	7,6	7,2	7,2	4,1	3,6	-
Strategisk förvaltning, placeringshorisont 3-15 år:							
Aktiv avkastning (jämfört med index)	4,8	0,7	1,2	-0,4	-	-	-
Resultatbidrag, mdr kr	14,1	1,8	2,6	-0,8	-	-	-
Taktisk förvaltning, placeringshorisont upp till tre år:							
Aktiv avkastning (jämfört med index), genomsnitt 3 år	0,4	0,7	0,6	0,7	0,8	0,4	-0,1
Aktiv resultatbidrag, genomsnitt 3 år, mdr kr	0,8	1,4	1,0	1,1	1,2	0,7	-0,4
Aktiv avkastning (jämfört med index)	0,1	0,7	0,5	1,0	0,2	0,8	1,4
Resultatbidrag, mdr kr	0,2	1,4	0,9	1,8	0,3	1,3	1,9
Rörelsekostnader, i % av förvaltad kapital	0,06	0,07	0,08	0,08	0,08	0,09	0,10
Rörelse- och provisionskostnader, % av förvaltad kapital	0,11	0,11	0,11	0,10	0,10	0,10	0,11

<sup>1</sup> 2009 var den nuvarande förvaltningsorganisationen på plats, efter två år av förändringsarbete.

## Resultaträkning

Mkr	Not	2015	2014
<b>RÖRELSENS INTÄKTER</b>			
Räntenetto	2	2 002	2 736
Erhållna utdelningar		5 347	4 555
Nettoreultat, noterade aktier och andelar	3	6 651	13 295
Nettoreultat, onoterade aktier och andelar	4	3 833	1 109
Nettoreultat, räntebärande tillgångar		-1 151	4 978
Nettoreultat, derivatinstrument		-781	459
Nettoreultat, valutakursförändringar		4 529	13 390
Provisionskostnader	5	-128	-101
<b>Summa rörelsens intäkter</b>		<b>20 302</b>	<b>40 421</b>
<b>RÖRELSENS KOSTNADER</b>			
Personalkostnader	6	-124	-125
Övriga administrationskostnader	7	-73	-70
<b>Summa rörelsens kostnader</b>		<b>-197</b>	<b>-195</b>
<b>ÅRETS RESULTAT</b>		<b>20 105</b>	<b>40 226</b>

## Balansräkning

Mkr	Not	2015-12-31	2014-12-31
<b>TILLGÅNGAR</b>			
Aktier och andelar, noterade	8	177 367	177 065
Aktier och andelar, onoterade	9	19 822	14 696
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	10	106 548	104 030
Derivatinstrument	11	3 296	4 135
Likvida medel		3 739	3 892
Övriga tillgångar	12	894	252
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	13	1 431	1 605
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>		<b>313 097</b>	<b>305 675</b>
<b>SKULDER OCH FONDKAPITAL</b>			
<b>Skulder</b>			
Derivatinstrument	11	1 888	10 166
Övriga skulder	14	974	566
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	15	220	89
<b>Summa skulder</b>		<b>3 082</b>	<b>10 821</b>
<b>Fondkapital</b>			
Ingående fondkapital	16	294 854	259 748
Nettoutbetalningar till pensionssystemet		-4 944	-5 120
Årets resultat		20 105	40 226
<b>Summa fondkapital</b>		<b>310 015</b>	<b>294 854</b>
<b>SUMMA SKULDER OCH FONDKAPITAL</b>		<b>313 097</b>	<b>305 675</b>
Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden		17	

## Noter till resultat- och balansräkning

Fjärde AP-fonden, organisationsnummer 802005-1952, är en av buffertfonderna inom det svenska pensionsystemet med säte i Stockholm. Årsredovisning för räkenskapsåret 2015 har godkänts av styrelsen den 17 februari 2016. 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 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 utom 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 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 noterade 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. 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 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.

Värderingen avseende noterade 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 noterade fastighetsaktier baseras på en värdering enligt substansvärdemetoden i den mån aktien inte varit föremål för transaktioner på en andrahandsmarknad. En metodutveckling för värdering av innehav i onoterade fastighetsföretag skedde 2013 i syfte att säkerställa värdering till verkligt värde. Från och med 2013 värderas uppskjutna skatteskulder till ett 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 ränteutäkt 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 förvärdade över- och undervärden periodiseras under återstående löptid eller till nästa räntestjusteringstillfälle och ingår i redovisad ränteutäkt. 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 ställd pant inom linjen i Skillnaden mellan terminskurs och avistakurs för valutaterminer periodiseras linjärt över terminskontraktets löptid och redovisas som ränta.

Återköpsransaktioner

Vid äkta återköpsransaktion, 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 panten, 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 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 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 nettoredo visas i resultaträkningen under respektive intäktslag.

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

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

Not 2. Räntenetto

	2015	2014
<b>Ränteintäkter</b>		
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	2 441	2 514
Derivatinstrument	1 390	797
Övriga ränteintäkter	64	63
<b>Summa ränteintäkter</b>	<b>3 895</b>	<b>3 374</b>
<b>Räntekostnader</b>		
Derivatinstrument	-1 893	-638
Övriga räntekostnader	0	0
<b>Summa räntekostnader</b>	<b>-1 893</b>	<b>-638</b>
<b>Räntenetto</b>	<b>2 002</b>	<b>2 736</b>

Not 3. Nettoresultat, noterade aktier och andelar

	2015	2014
Resultat noterade aktier och andelar	6 683	13 331
Avgår courtage	-32	-36
<b>Nettoresultat, noterade aktier och andelar</b>	<b>6 651</b>	<b>13 295</b>

Not 4. Nettoresultat, onoterade aktier och andelar

	2015	2014
Realiserat resultat	278	574
Orealiserade värdeförändringar	3 555	535
<b>Nettoresultat, onoterade aktier och andelar</b>	<b>3 833</b>	<b>1 109</b>

Not 5. Provisionskostnader

	2015	2014
Externa förvaltningsarvoden, noterade tillgångar	-115	-90
Externa förvaltningsarvoden, onoterade tillgångar	0	0
Övriga provisionskostnader, inklusive depåbanksarvoden	-13	-11
<b>Provisionskostnader</b>	<b>-128</b>	<b>-101</b>

I provisionskostnader ingår inte prestationsbaserade arvoden. Prestationsbaserade arvoden har under året uppgått till 55 (64) mkr och reducerar nettoreultatet för respektive tillgångsår. Externa förvaltningsarvoden för onoterade tillgångar redovisas under provisionskostnader i den mån avtalen inte medger återbetalning före vinstdelning i samband med framtida vinstgivande avvyrningar. Under året har 39 (48) mkr erlagts i förvaltningsarvode avseende onoterade tillgångar. Av dessa avser 39 (48) mkr avtal som medger återbetalning av erlagda förvaltningsarvoden före vinstdelning vid avvyrning. Dessa redovisas som en del av tillgångens anskaffningsvärde.

## Not 6. Personal

Antal anställda	2015		2014	
	Totalt	Kvinnor	Totalt	Kvinnor
Medelantal anställda	55	20	56	20
Antal anställda den 31 december	55	21	54	19
Antal personer i ledningsgruppen den 31 december	7	2	5	2

Personalkostnader i tkr, 2015	Löner och arvoden	Rörliga ersättningar	Pensionskostnader	Varav lönevaxling	Sociala kostnader <sup>2</sup>	Summa
Styrelsens ordförande Monica Caneman	117	-	-	-	37	154
Övriga styrelseledamöter <sup>1</sup>	507	-	-	-	126	633
Verkställande direktör Mats Andersson	3 234	-	2 200	834	1 550	6 984
<b>Övrig ledningsgrupp</b>						
Vice verkställande direktör och affärschef Magnus Eriksson	1 863	-	2 533	1 485	1 200	5 596
Chef Global Makroförvaltning Bengt Lindefeldt <sup>3</sup>	2 930	-	1 285	281	1 232	5 447
Chef Aktieförvaltningen Per Colleen <sup>3</sup>	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
<b>Summa</b>	<b>62 975</b>	<b>4 266</b>	<b>26 181</b>	<b>5 241</b>	<b>27 016</b>	<b>120 438</b>
Övriga personalkostnader						3 234
<b>Summa personalkostnader</b>						<b>123 672</b>

<sup>1</sup> Enskilda ledamöters arvode redovisas i fondstyrningsrapporten.

<sup>2</sup> I sociala kostnader inkluderas även kostnad för löneskatt.

<sup>3</sup> Ingår i ledningsgruppen från och med december 2015.

Personalkostnader i tkr, 2014	Löner och arvoden	Rörliga ersättningar	Pensionskostnader	Varav lönevaxling	Sociala kostnader	Summa
Styrelsens ordförande Monica Caneman <sup>1</sup>	117	-	-	-	37	154
Övriga styrelseledamöter <sup>2</sup>	478	-	-	-	139	617
Verkställande direktör Mats Andersson	3 284	-	1 807	731	1 470	6 561
<b>Övrig ledningsgrupp</b>						
Vice verkställande direktör och affärschef Magnus Eriksson	1 744	-	2 525	1 485	1 161	5 430
Administrativ direktör Susan Lindkvist	1 541	-	870	261	695	3 106
Chef Affärs- och riskkontroll Nicklas Wikström	1 582	-	672	127	660	2 914
Chefsjurist Ulrika Malmberg Livijn	1 358	-	794	254	619	2 771
Övriga anställda	54 324	4 809	19 046	1 754	22 821	101 000
<b>Summa</b>	<b>64 428</b>	<b>4 809</b>	<b>25 714</b>	<b>4 612</b>	<b>27 602</b>	<b>122 553</b>
Övriga personalkostnader						3 003
<b>Summa personalkostnader</b>						<b>125 557</b>

<sup>1</sup> Till Monica Canemans företag har utbetalts 50 tkr avseende valberedningsarbete för fondens räkning. Posten redovisas under övriga administrationskostnader.

<sup>2</sup> Enskilda ledamöters arvode redovisas i fondstyrningsrapporten.

<sup>3</sup> I sociala kostnader inkluderas även kostnad för löneskatt.

Kostnader för personalavveckling

För 2015 var kostnaden för personalavveckling 4 301 (1 787) 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) 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 Ersättning på AP4 i årsredovisningen.

Rörliga ersättningar

Planen för rörlig ersättning utgör en del av fondens ersättningspolicy och fastställs årligen av styrelsen. Planen omfattar samtliga anställda med anställning över sex månader, förutom VD, ledande befattningshavare och ansvarig för compliance (regelefterlevnad). Den grundläggande principen är att rörlig ersättning ska utgå för övervakning i förhållande till jämförelse- och referensindex, under förutsättning att fonden visar positivt resultat för räkenskapsåret. Maximalt utfall för helårsanställd utgör två månadslöner. För 2015 har 4 266 (4 809) tkr kostnadsförts avseende rörlig ersättning, exklusive sociala avgifter.

Pensioner och liknande förmåner

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 6 månader. Vid uppsägning som är påkallad av fonden 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 gäller enligt anställningsavtalet en ömsesidig uppsägningstid om 6 månader. Vid uppsägning som är påkallad av fonden har vVD dessutom rätt till avgångsvederlag motsvarande 12 månadslöner. Avgångsvederlaget utbetalas månadsvis och avräknas mot annan inkomst av lön, uppdrag eller egen verksamhet. vVD har 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 fondens pensionspolicy som innebär en pensionspremie om 30 procent på lönedelar över 7,5 inkomstbasbelopp.

Alla anställda har rätt att göra löneväxling med 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 fonden.

Samtliga anställda har en sjukvårdsförsäkring. VD och 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 grupplivförsäkringar. Fonden har också fyra parkeringsplatser som de anställda kan använda och som de då förmånsbeskattas för. Förmånsvärdet av förmånerna ovan uppgick 2015 totalt till 193 (170) tkr.

Not 7. Övriga administrationskostnader

	2015	2014
Lokalkostnader	12	12
Informations- och IT-kostnader	43	41
Köpta tjänster	7	9
Övriga administrationskostnader	11	8
<b>Summa övriga administrationskostnader</b>	<b>73</b>	<b>70</b>

I posten köpta tjänster ingår ersättning till revisionsbolaget med:

Revisionsuppdrag, PwC	0,8	0
Revisionsuppdrag, Ernst & Young	-0,2	0,9
Revisionsverksamhet utöver revisionsuppdraget, PwC	0,2	0
Revisionsverksamhet utöver revisionsuppdraget, Ernst & Young	-0,1	0,2
<b>Summa ersättning till revisionsbolag</b>	<b>0,7</b>	<b>1,1</b>

Not 8. Aktier och andelar, noterade

	2015-12-31	2014-12-31
	Verkligt värde	Verkligt värde
Svenska aktier	57 182	54 619
Utländska aktier	83 386	87 450
Andelar i svenska fonder	4 761	3 925
Andelar i utländska fonder	32 038	31 071
<b>Summa aktier och andelar, noterade</b>	<b>177 367</b>	<b>177 065</b>

Omfattningen av utlåning av värdepapper samt erhållna säkerheter för dessa framgår av not 17.

Fullständig aktiespecifikation återfinns på [www.ap4.se](http://www.ap4.se).



## Not 8. Forts aktier och andelar, noterade

## Fem största innehaven i svenska respektive utländska aktier, 2015-12-31

	Antal aktier	Verkligt värde	Ägarandel i %	
			kapital	röster
<i>Svenska aktier:</i>				
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%
<i>Utländska aktier:</i>				
Apple	1 609 214	1 428		
Alphabet (f.d. Google)	169 480	1 097		
Microsoft	2 105 402	985		
Exxon Mobil Corp.	1 172 953	771		
General Electric	2 656 850	698		

## Fem största innehaven i svenska respektive utländska aktier, 2014-12-31

	Antal aktier	Verkligt värde	Ägarandel i %	
			kapital	röster
<i>Svenska aktier:</i>				
Hennes & Mauritz	15 498 436	5 046	0,9%	0,5%
Nordea	43 505 395	3 955	1,1%	1,1%
Atlas Copco	14 720 513	3 091	1,2%	1,0%
SEB	22 312 271	2 221	1,0%	1,0%
Investor	7 599 295	2 154	1,0%	1,0%
<i>Utländska aktier:</i>				
Apple	1 907 642	1 648		
Exxon Mobil Corp.	1 359 097	984		
Microsoft	2 464 285	896		
Google	181 831	752		
Johnson & Johnson	898 642	736		

## Not 9. Aktier och andelar, onoterade

	2015-12-31	2014-12-31
	Verkligt värde	Verkligt värde
Aktier i svenska intresseföretag	14 253	9 413
Aktier i utländska intresseföretag	802	579
Aktier & andelar i övriga svenska onoterade företag	1 814	1 747
Aktier & andelar i övriga utländska onoterade företag	2 953	2 956
<b>Summa aktier och andelar, onoterade</b>	<b>19 822</b>	<b>14 696</b>

Not 9. Forts aktier och andelar, onoterade

	Organisations- nummer	Säte	Antal aktier	Ägarandel i % kapital röster		Verkligt värde	Eget kapital	Resultat
<b>Aktier i intresseföretag, 2015-12-31</b>								
<i>Aktier i svenska intresseföretag:</i>								
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		
<b>Summa aktier i svenska intresseföretag</b>						<b>14 253</b>		
<i>Aktier i utländska intresseföretag:</i>								
ASE Holdings S.å.r.l.		Luxemburg	1 609 214	38	33	447	Ej publikt	Ej publikt
ASE Holdings II S.å.r.l.		Luxemburg	1 200 001	45	33	355	Ej publikt	Ej publikt
<b>Summa aktier i utländska intresseföretag</b>						<b>802</b>		

	Organisations- nummer	Säte	Ägarandel i % kapital röster		Anskaffnings- värde
<b>Övriga innehav, 2015-12-31</b>					
<b>Fem största innehaven i övriga aktier &amp; andelar, svenska onoterade företag<sup>1</sup></b>					
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
<b>Fem största innehaven i övriga aktier &amp; andelar, utländska onoterade företag<sup>1</sup></b>					
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 II (No.1) Feeder L.P.		Storbritannien		3	246
Keyhaven Growth Partners L.P		Storbritannien		29	159

<sup>1)</sup> Avser AP4:s innehav i kommanditbolagsstrukturer och andra liknande strukturer där AP4 inte har ett väsentligt inflytande.

	Organisations- nummer	Säte	Antal aktier	Ägarandel i % kapital röster		Verkligt värde	Eget kapital	Resultat
<b>Aktier i intresseföretag, 2014-12-31</b>								
<i>Aktier i svenska intresseföretag:</i>								
Vasakronan Holding AB	556650-4196	Stockholm	1 000 000	25	25	6 949	23 094	1 797
Rikshem Intressenter AB	556806-2466	Stockholm	250	50	50	2 464	4 594	948
Rikshem Intressenter Holding AB	556924-0715	Stockholm	50	100	100	0	0	0
<b>Summa aktier i svenska intresseföretag</b>						<b>9 413</b>		
<i>Aktier i utländska intresseföretag:</i>								
ASE Holdings S.å.r.l.		Luxemburg	1 609 214	38	33	436	Ej publikt	Ej publikt
ASE Holdings II S.å.r.l.		Luxemburg	1 059 085 500	45	33	143	Ej publikt	Ej publikt
<b>Summa aktier i utländska intresseföretag</b>						<b>579</b>		

Övriga innehav, 2014-12-31	Organisations- nummer	Säte	Ägarandel i %		Anskaffnings- värde
			kapital	röster	
<b>Fem största innehaven i övriga aktier &amp; andelar, svenska onoterade företag<sup>1</sup></b>					
PCP Debenture IIB	556805-6310	Stockholm	48	-	774
PCP Debenture III	556926-8021	Stockholm	21	-	380
HealthCap Annex Fund I-II KB	969690-2049	Stockholm	20	20	202
Areim Property Holding 5 AB	556963-0261	Stockholm	33	6	140
Priveq Investment Fund III KB	969704-1524	Stockholm	31	31	128
<b>Fem största innehaven i övriga aktier &amp; andelar, utländska onoterade företag<sup>1</sup></b>					
EQT V (No. 1) L.P.		Guernsey	2		357
EQT IV (No. 1) L.P.		Guernsey	4		319
Private Equity Multi-Strategy (AP) Offshore L.P.		Caymanöarna	95		275
EQT Infrastructure (No. 1) L.P.		Guernsey	3		217
Vintage V Offshore L.P.		Caymanöarna	1		151

<sup>1</sup> Avser AP4:s innehav i kommanditibolagsstrukturer och andra liknande strukturer där AP4 inte har ett väsentligt inflytande.

Fullständig aktiespecifikation återfinns på [www.ap4.se](http://www.ap4.se).

#### Not 10. Obligationer och andra räntebärande tillgångar

	2015-12-31	2014-12-31
	Verkligt värde	Verkligt värde
<b>Fördelning per emittentkategori</b>		
Svenska staten	10 068	11 412
Svenska kommuner	75	0
Svenska bostadsinstitut	19 714	22 290
Övriga svenska finansiella företag	7 274	9 606
Svenska icke-finansiella företag	3 244	5 353
Utländska stater	43 223	17 798
Övriga utländska emittenter	22 950	37 571
<b>Summa räntebärande tillgångar</b>	<b>106 548</b>	<b>104 030</b>
<b>Fördelning per instrumenttyp</b>		
Realränteobligationer	0	169
Övriga obligationer	100 312	95 433
Statsskuldväxlar	0	0
Förlagslån	2 500	3 281
Onoterade reverslån	3 058	3 000
Onoterade aktieägarlån	678	2 146
<b>Summa räntebärande tillgångar</b>	<b>106 548</b>	<b>104 030</b>

Omfattningen av utlåning av värdepapper samt erhållna säkerheter för dessa framgår av not 17.

Not 11. Derivatinstrument

	2015-12-31		2014-12-31	
	Verkligt värde		Verkligt värde	
	Positivt	Negativt	Positivt	Negativt
Aktierelaterade instrument:				
Optioner, innehavda	-	-	-	-
Optioner, utställda	-	-	-	-
Terminer	-	-	-	-
<b>Summa aktierelaterade instrument</b>	-	-	-	-
varav clearat	-	-	-	-
Ränterelaterade instrument:				
FRA / Terminer	-	-	-	-
Swappar	181	101	136	287
<b>Summa ränterelaterade instrument</b>	<b>181</b>	<b>101</b>	<b>136</b>	<b>287</b>
varav clearat	-	-	-	-
Valutarelaterade instrument:				
Optioner	949	890	3 487	3 298
Terminer	2 159	724	512	6 470
Swappar	7	173	-	110
<b>Summa valutarelaterade instrument</b>	<b>3 115</b>	<b>1 787</b>	<b>3 999</b>	<b>9 879</b>
varav clearat	-	-	-	-
<b>Summa derivatinstrument</b>	<b>3 296</b>	<b>1 888</b>	<b>4 135</b>	<b>10 166</b>
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 32 (22) kontrakt som har ett negativt verkligt värde. Dessa redovisas i tabellerna nedan.

## 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
<b>Summa</b>		<b>-107</b>

## Cross Currency Basis Swaps 2015-12-31

Valutapar	Tid till förfall (år)	Verkligt värde (mkr)
USD/SEK	1,5	-149
<b>Summa</b>		<b>-149</b>

## 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
<b>Summa</b>		<b>-104</b>

## 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
<b>Summa</b>		<b>-9</b>

## Utställda valutaoptioner 2014-12-31

Valutapar	Tid till förfall (år)	Verkligt värde (mkr)
USD/JPY	1,7	-128
USD/JPY	1,3	-84
USD/JPY	1,3	-84
USD/JPY	1,7	-60
USD/JPY	1,3	-34
USD/JPY	1,3	-34
EUR/USD	2,0	-16
EUR/USD	2,0	-16
EUR/USD	2,0	-16
<b>Summa</b>		<b>-471</b>

## Cross Currency Basis Swap 2014-12-31

Valutapar	Tid till förfall (år)	Verkligt värde (mkr)
USD/SEK	2,5	-97
USD/EUR	1,7	-13
<b>Summa</b>		<b>-110</b>

## Credit Default Swaps 2014-12-31

Valutapar	Tid till förfall (år)	Verkligt värde (mkr)
CDS ITRAX	5,0	-88
CDS ITRAX	5,0	-88
CDS ITRAX	5,0	-88
CDS Single	4,7	-4
CDS Single	2,2	-3
CDS Single	4,3	-2
CDS Single	4,0	-2
CDS Single	5,0	-2
CDS Single	4,8	-2
CDS Single	2,5	-2
CDS Single	2,2	-2
<b>Summa</b>		<b>-284</b>

Not 12. Övriga tillgångar

	2015-12-31	2014-12-31
Ej likviderade fordringar	893	250
Övriga tillgångar	1	2
<b>Summa övriga tillgångar</b>	<b>894</b>	<b>252</b>

Not 13. Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

	2015-12-31	2014-12-31
Upplupna ränteutgifter	1 239	1 427
Upplupna utdelningar och restitutioner	184	170
Övriga förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	8	8
<b>Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter</b>	<b>1 431</b>	<b>1 605</b>

Not 14. Övriga skulder

	2015-12-31	2014-12-31
Leverantörsskulder	6	12
Ej likviderade skulder	962	546
Övriga skulder	6	8
<b>Summa övriga skulder</b>	<b>974</b>	<b>566</b>

Not 15. Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader

	2015-12-31	2014-12-31
Upplupna räntekostnader	197	62
Upplupna personalkostnader	13	14
Upplupna externa förvaltningsarvodena	7	9
Övriga upplupna kostnader	3	4
<b>Summa förutbetalda intäkter och upplupna kostnader</b>	<b>220</b>	<b>89</b>

Not 16. Fondkapital

	2015-12-31	2014-12-31
Ingående fondkapital	294 854	259 748
<b>Nettobetalingar mot pensionsystemet:</b>		
Inbetalda pensionsavgifter	61 373	58 880
Utbetalda pensionsmedel till Pensionsmyndigheten	-66 141	-63 775
Överflyttning av pensionsrätter till EG	-3	-2
Reglering av pensionsrätt	2	1
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	-176	-224
<b>Summa nettobetalingar till pensionsystemet</b>	<b>-4 944</b>	<b>-5 120</b>
<b>Årets resultat</b>	<b>20 105</b>	<b>40 226</b>
<b>Utgående fondkapital</b>	<b>310 015</b>	<b>294 854</b>

Not 17. Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden

	2015-12-31	2014-12-31
<b>Övriga ställda panter och jämförbara säkerheter:</b>		
Utlånade värdepapper mot erhållen säkerhet i form av värdepapper <sup>1</sup>	20 062	16 252
Ställda säkerheter avseende börsclearade derivatavtal	1 427	1 640
Ställda säkerheter avseende OTC-derivatavtal <sup>2</sup>	126	5 755
<b>Åtaganden:</b>		
Investeringsåtaganden om framtida betalningar för alternativa och strategiska investeringar	6 457	5 932
Teckningsåtagande, se not 18	8 000	8 000

<sup>1</sup> Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper uppgår till 20 802 (16 899) mkr.

<sup>2</sup> Erhållna säkerheter avseende OTC-derivatavtal uppgår till 1 252 (22) mkr.

Not 18. Närstående

Syftet med noten är att upplysa om hur AP4:s resultat och ställning har påverkats av transaktioner med och utestående mellanhanden, inklusive åtaganden, med närstående i enlighet med definitioner i IAS 24.

Som närstående till Fjärde AP-fonden betraktas samtliga intresseföretag, se även not 9.

	2015-12-31	2014-12-31
<b>Vasakronan Holding AB</b>		
Ränteutgifter	215	233
Hyreskostnader <sup>1</sup>	11	11
Ågarlån	3 000	3 000
Åtagande <sup>2</sup>	4 500	4 500
<b>Rikshem Intressenter AB</b>		
Ränteutgifter	125	105
Aktieägartillskott under året	1 661	0
Ågarlån	0	1 569
Åtagande <sup>2</sup>	3 500	3 500
<b>ASE Holdings S.å.r.l.</b>		
Ränteutgifter	30	27
Ågarlån	249	244
<b>ASE Holdings II S.å.r.l.</b>		
Ränteutgifter	21	2
Aktieägartillskott under året	66	124
Ågarlån	293	194

<sup>1</sup> AP4 hyr sina lokaler från Vasakronan AB till marknadsmässiga villkor.

<sup>2</sup> AP4 har åtagit sig att på Vasakronans respektive Rikshems begäran köpa företagscertifikat i bolaget med upp till vid var tid högsta sammanlagda likvidbelopp om här angivet belopp.

Avseende löner och ersättningar till styrelse och ledande befattningshavare, se not 6.

## Not 19. Finansiella instrument, pris- och värderingshierarki

Verkligt värde, Mkr	2015-12-31 Nivå 1	2015-12-31 Nivå 2	2015-12-31 Nivå 3	2015-12-31 Totalt
<b>Finansiella tillgångar</b>				
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	0	3 296
<b>Summa finansiella tillgångar</b>	<b>242 195</b>	<b>38 749</b>	<b>26 090</b>	<b>307 034</b>
<b>Finansiella skulder</b>				
Derivatinstrument	0	-1 888	0	-1 888
<b>Summa finansiella skulder</b>	<b>0</b>	<b>-1 888</b>	<b>0</b>	<b>-1 888</b>
<b>Netto finansiella tillgångar och skulder</b>	<b>242 195</b>	<b>36 861</b>	<b>26 090</b>	<b>305 146</b>

Verkligt värde, Mkr	2014-12-31 Nivå 1	2014-12-31 Nivå 2	2014-12-31 Nivå 3	2014-12-31 Totalt
<b>Finansiella tillgångar</b>				
Aktier och andelar, noterade	141 892	33 896	1 278	177 065
Aktier och andelar, onoterade	-	-	14 696	14 696
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	98 375	160	5 495	104 030
Derivatinstrument	0	4 135	0	4 135
<b>Summa finansiella tillgångar</b>	<b>240 266</b>	<b>38 191</b>	<b>21 469</b>	<b>299 926</b>
<b>Finansiella skulder</b>				
Derivatinstrument	0	-10 166	0	-10 166
<b>Summa finansiella skulder</b>	<b>0</b>	<b>-10 166</b>	<b>0</b>	<b>-10 166</b>
<b>Netto finansiella tillgångar och skulder</b>	<b>240 266</b>	<b>28 025</b>	<b>21 469</b>	<b>289 760</b>

<sup>1</sup> Totalbeloppen skiljer sig från balansräkningen då tabellen inte inkluderar upplupen ränta och kassamedel.

## 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 fondens 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 Svensk 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 alternativ värdering för tillgångar som återfinns under **Nivå 3**. Ur ett värderingstekniskt perspektiv är en alternativ 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 växanser, driftskostnader, marknads- och vinsttillväxt har stor betydelse. För riskkapitalbolag är vinsttillväxt och börsens multipelvärdering 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 9,0 mdkr, det vill säga cirka 45 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 -1,3/+1,4 mdkr.

För värderingen av AP4:s investeringar i riskkapitalbolag under onoterade aktier, motsvarande 3,0 mdkr, görs väsentliga antaganden om värderingsmultiplar och framtida kassaflöden. Om antagandet för multipl på EV/EBITDA ändras med +/- 5 procent skulle värderingen av dessa investeringar förändras med +/- 380 mkr.

Vad gäller AP4:s högavkastande räntebärande tillgångar under onoterade aktier baseras värderingen väsentligen på diskonteringsräntor för ränteinfläkter och återbetalning av lån. En förändring av diskonteringsräntor med +/- 1 procentenhet för alla löptider skulle medföra värderingsförändringar på +/- 82 mkr.

Förändringar i nivå 3

	Aktier och andelar onoterat	Aktier och andelar noterade	Obligationer och andra räntebärande tillgångar
<b>Ingående balans 2015-01-01</b>	<b>14 696</b>	<b>1 278</b>	<b>5 495</b>
Realiserade och orealiserade vinster (+) eller förluster (-)			
i resultaträkningen*	3 227	429	-16
Köp	3 215	995	222
Försäljning	-1 315	-325	-1 810
<b>Utgående balans 2015-12-31</b>	<b>19 822</b>	<b>2 377</b>	<b>3 892</b>
*Varav orealiserat resultat	3 133	256	-16

	Aktier och andelar onoterat	Aktier och andelar noterade	Obligationer och andra räntebärande tillgångar
<b>Ingående balans 2014-01-01</b>	<b>13 782</b>	<b>1 401</b>	<b>5 711</b>
Realiserade och orealiserade vinster (+) eller förluster (-)			
i resultaträkningen*	655	208	22
Köp	1 139	338	448
Försäljning	-880	-669	-686
<b>Utgående balans 2014-12-31</b>	<b>14 696</b>	<b>1 278</b>	<b>5 495</b>
*Varav orealiserat resultat	314	117	22

Not 20. Risker

Se under rubriken Riskhantering i tre steg i årsredovisningen för närmare beskrivning av fondens riskhantering.

Verksamhetens risker

Nedan följer en beskrivning av verksamhetens huvudsakliga risker som utgörs av finansiella och operativa risker.

Operativa risker

Med operativ risk menas "risken för förluster till följd av icke ändamålsenliga eller misslyckade processer, mänskliga fel, felaktiga system eller externa händelser". Definitionen inkluderar legal risk.

AP4:s samtliga enheter 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 bl.a. kontroll av efterlevnad av samtliga regelverk som gäller för fonden. Det åligger även var och en inom fondens organisation att fullgöra sina arbetsuppgifter i linje med mål och verksamhetsplaner samt inom ramen för externa och interna restriktioner.

Riskkontroll inom enheten Affärs- och Riskkontroll ansvarar för att bevaka de operativa riskerna i placeringsverksamheten samt att i övrigt säkerställa att regler avseende dessa risker efterlevs. Operativa risker utvärderas specifikt i samband med implementering av nya produkter, systemförändringar och organisationsförändringar.

AP4:s juristenhet 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 en oberoende enhet, Affärs- och riskkontroll, 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 fonden 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 fondens 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. Fondens har som mål att hålla en hög andel noterade aktier och räntebärande instrument.



**Aktiepriserisk**

Med aktiepriserisk avses förväntad variation i marknadsvärdet hos aktier. Aktiepriserisk hanteras genom diversifiering över regioner, länder och sektorer.

**Ränterisk**

Endast fondens räntebärande tillgångar ingår vid mätning av ränterisk som avser förväntad variation i marknadsvärdet på fondens räntebärande tillgångar orsakad av nominella ränterörelser på räntemarknaderna. Fonden 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 konfidensgraden 95 procent.

Placeringstillgångarnas risk

Förvaltningshorisonter	2015-12-31			2014-12-31		
	VaR, ex-ante, Innehavs-period 10 dagar	Bidrag volatilitet % 12 mån portfölj	VaR, ex-ante, innehavsperiod 1 dag <sup>2</sup>	VaR, ex-ante, Innehavs-period 10 dagar	Bidrag volatilitet % 12 mån portfölj	VaR, ex-ante, innehavsperiod 1 dag <sup>2</sup>
Aktier	6 568	7,83	2 119	7 132	7,51	1 682
Räntebärande	-100	-0,12	-31	-211	-0,22	-61
Valuta	4	0,00	319	-333	-0,35	201
S:a Normalportfölj	6 471	7,71	2 407	6 589	6,94	1 822
Strategisk Förvaltning <sup>1</sup>	572	0,68	-66	390	0,41	-27
Taktisk Förvaltning	71	0,08	-10	126	0,13	3
<b>Summa placeringstillgångar</b>	<b>7 116</b>	<b>8,48</b>	<b>2 330</b>	<b>7 087</b>	<b>7,46</b>	<b>1 797</b>
varav Passiv Förvaltning	1	0,00		-18	-0,02	

<sup>1</sup> För vissa av fondens strategiska tillgångar saknas marknadsnoteringar av tillgångspriser med god periodicitet eller också saknas underliggande innehav till ett index. Detta försvarar möjligheten till att prognostisera riskerna för dessa tillgångar på ett tillfredsställande sätt i fondens risksystem BarraOne. Fonden har därför valt att använda alternativa noterade värdepapper som approximationer för dessa innehav. Totalt är det för 16,0 procent av de strategiska tillgångarna som approximationer används. Av detta utgör lågkoldioxidmandat 6,7 procent och som approximation används motsvarande regionala MSCI-index. Vidare utgör fastighetsinnehav 6,3 procent och som approximation används svenska noterade fastighetsaktier

<sup>2</sup> För att möjliggöra jämförelse med Första, Andra och Tredje AP-fonden har fonden även skattat VaR utifrån en endags innehavsperiod, 95 procent konfidensnivå samt en dataängd om ett år där observationerna ges lika vikt. Här har en simuleringsmetod med historisk avkastningsfördelning använts för beräkningen.

## Valutaexponering

Fonden valutasäkrar hela innehavet av utländska räntebärande tillgångar samt delar av det utländska aktieinnehavet med hjälp av valutaderivat. Fondens valutaexponering var vid årets utgång 27,0 (28,1) procent. I nedanstående tabell presenteras fondens valutaexponering.

### Valutaexponering

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
<b>Valutaexponering, netto</b>	<b>53 389</b>	<b>15 481</b>	<b>9 063</b>	<b>6 083</b>	<b>-168</b>	<b>83 849</b>

2014-12-31	USD	EUR	GBP	JPY	Övriga	Summa
Aktier och andelar	74 636	18 620	8 995	9 063	10 763	122 078
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	33 629	13 536	10 432	0	0	57 598
Derivatinstrument, exkl valutaderivat	-767	-65	0	0	0	-832
Övriga fordringar och skulder, netto	2 118	802	195	42	527	3 683
Valutaderivat	-50 602	-21 708	-10 532	-3 186	-13 600	-99 628
<b>Valutaexponering, netto</b>	<b>59 014</b>	<b>11 186</b>	<b>9 089</b>	<b>5 918</b>	<b>-2 309</b>	<b>82 898</b>

## Kreditrisk

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.

### Kreditrisk

Ratingklasser, 2015-12-31	Obligationer 2)	Icke standardiserade derivat		Resterande risk
	exponering	Verkligt värde <sup>2</sup>	Pant/säkerhet	
AAA	50 199	4		
AA	40 054	318	-375	-56
A	5 143	739	-863	-124
BBB	8 260	175	-186	-11
Saknar rating 1)	3 773			
<b>Summa kreditriskexponering</b>	<b>107 428</b>	<b>1 236</b>	<b>-1 424</b>	<b>-192</b>

Ratingklasser, 2014-12-31	Obligationer 2)	Icke standardiserade derivat		Resterande risk
	exponering	Verkligt värde <sup>2</sup>	Pant/säkerhet	
AAA	53 106			
AA	32 422	-1 097	1 033	-63
A	7 275	-4 704	4 766	62
BBB	6 691	-224	233	9
Saknar rating 1)	5 387			
<b>Summa kreditriskexponering</b>	<b>104 881</b>	<b>-6 024</b>	<b>6 032</b>	<b>8</b>

<sup>1</sup> Avser förlagslån, obligationer samt aktieägarlån inom alternativa investeringar och fastigheter.

<sup>2</sup> Verkligt värde, inklusive upplupen ränta.

## 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 säljas till ett väsentligt lägre pris än det marknadsnoterade priset.

En stor del av fondens 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.

Fondens likviditetsrisk i finansiella instrument begränsas av placeringsuniversum 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.

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 fonden 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 fondens 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. Fonden investerar en stor andel av portföljen i noterade aktier och statsobligationer med god likviditet. Sammantaget bedöms likviditetsrisken i fonden som låg.

I tabellen nedan presenteras en sammanställning över fondens likviditetsrisk i enlighet med förfallostruktur. Obligationer och räntebärande instrument upptagna till verkligt värde, inklusive upplupen ränta.

### Likviditetsrisk

Obligationer och andra räntebärande instrument upptagna till verkligt värde, inklusive upplupen ränta.

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
<b>Total</b>	<b>4 676</b>	<b>15 137</b>	<b>40 793</b>	<b>34 918</b>	<b>11 904</b>	<b>107 428</b>

Förfallostruktur 2014-12-31						
Löptid	< 1 år	1 < 3 år	3 < 5 år	5 < 10 år	> 10 år	Total
Nominellt stat	561	6 721	5 453	16 614	14 263	43 612
Nominellt kredit	1 672	23 691	27 293	6 612	2 001	61 269
<b>Total</b>	<b>2 233</b>	<b>30 412</b>	<b>32 746</b>	<b>23 226</b>	<b>16 264</b>	<b>104 881</b>

Samtliga skulder har en löptid underliggande ett år förutom ett fåtal valutaoptioner och kreditderivat (så kallade 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

Fonden använder derivat inom de flesta förvaltningsmandaten. Derivatet har flera olika användningsområden och syften där de viktigaste är följande:

- Valutasäkring av fondens 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.

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 fonden 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.

Not 21. Finansiella tillgångar och skulder som nettas i balansräkningen eller lyder under nettningsavtal

2015-12-31	Brutto- belopp	Nettade belopp		Belopp som inte nettas i balansräkningen				Summa i BR
		i BR	Nettobelopp i BR	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Erhållna säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt <sup>1</sup>	
<b>Tillgångar</b>								
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
<b>Summa</b>	<b>10 118</b>	<b>6 821</b>	<b>3 297</b>	<b>1 772</b>	<b>1 186</b>	<b>339</b>	<b>893</b>	<b>4 189</b>
<b>Skulder</b>								
Derivatinstrument	1 872	0	1 872	1 772	98	2	16	1 888
Ej likviderade skulder	6 833	6 821	12	-	-	12	950	962
<b>Summa</b>	<b>8 705</b>	<b>6 821</b>	<b>1 884</b>	<b>1 772</b>	<b>98</b>	<b>14</b>	<b>965</b>	<b>2 850</b>

2014-12-31	Brutto- belopp	Nettade belopp		Belopp som inte nettas i balansräkningen				Summa i BR
		i BR	Nettobelopp i BR	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Erhållna säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt <sup>1</sup>	
<b>Tillgångar</b>								
Derivatinstrument	4 135	0	4 135	3 799	16	320	-	4 135
Ej likviderade fordringar	1 035	1 033	1	-	-	1	249	250
<b>Summa</b>	<b>5 170</b>	<b>1 033</b>	<b>4 136</b>	<b>3 799</b>	<b>16</b>	<b>321</b>	<b>249</b>	<b>4 385</b>
<b>Skulder</b>								
Derivatinstrument	10 166	0	10 166	3 799	5 664	703	-	10 166
Ej likviderade skulder	1 035	1 033	2	-	-	2	544	546
<b>Summa</b>	<b>11 201</b>	<b>1 033</b>	<b>10 168</b>	<b>3 799</b>	<b>5 664</b>	<b>705</b>	<b>544</b>	<b>10 712</b>

<sup>1</sup> 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 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.

## Styrelsens underskrifter

---

Stockholm den 17 februari 2016

Monica Caneman  
STYRELSEORDFÖRANDE

Jakob Grinbaum  
VICE ORDFÖRANDE

Ing-Marie Gren

Sven Hegelund

Heléne Fritzon

Stefan Lundbergh

Erica Sjölander

Maj-Charlotte Wallin

Göran Zettergren

Mats Andersson  
VERKSTÄLLANDE DIREKTÖR

Vår revisionsberättelse har lämnats den 18 februari 2016

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

Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Fjärde AP-fonden för 2015. Fondens årsredovisning återfinns under huvudrubrikerna Förvaltningsberättelse och Räkenskaper, sid 68-90.

### Styrelsens och verkställande direktörens ansvar för årsredovisningen

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

### Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att uttala oss om årsredovisningen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing och god revisionsssed i Sverige. Dessa standarder kräver att vi följer yrkesetiska krav samt planerar och utför revisionen för att uppnå rimlig säkerhet att årsredovisningen inte innehåller väsentliga felaktigheter.

En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsredovisningen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är relevanta för hur fonden upprättar årsredovisningen för att ge en rättvisande bild i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omständigheterna, men inte i syfte att göra ett uttalande om effektiviteten i fondens interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den övergripande presentationen i årsredovisningen.

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

### Uttalanden

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 2015 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.

### Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Fjärde AP-fonden förvaltar. Vi har också granskat om det finns någon anmärkning i övrigt mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning för Fjärde AP-fonden för 2015.

### Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

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

### Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att med rimlig säkerhet uttala oss om resultatet av vår granskning och inventering av de tillgångar som fonden förvaltar samt om förvaltningen i övrigt på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt god revisionsssed i Sverige.

Som underlag för vårt uttalande om inventeringen av tillgångarna har vi granskat fondens innehavsförteckning samt ett urval av underlagen för denna.

Som underlag för vårt uttalande om förvaltningen i övrigt har vi utöver vår revision av årsredovisningen granskat väsentliga beslut, åtgärder och förhållanden i fonden för att kunna bedöma om någon styrelseledamot eller verkställande direktören har handlat i strid med lagen om allmänna pensionsfonder.

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

### Uttalanden

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

Stockholm den 18 februari 2016

Susanne Sundvall  
AUKTORISERAD REVISOR  
Förordnad av regeringen

Peter Nilsson  
AUKTORISERAD REVISOR  
Förordnad av regeringen

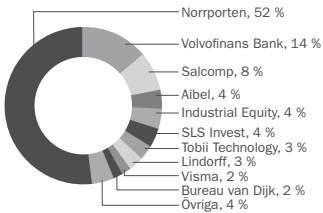
>> SJÄTTE AP-FONDEN I SIFFROR

# Sjätte AP-fonden i siffror

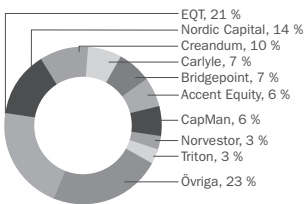
# 11,3%

Den genomsnittliga avkastningen för mogna investeringar de senaste 10 åren

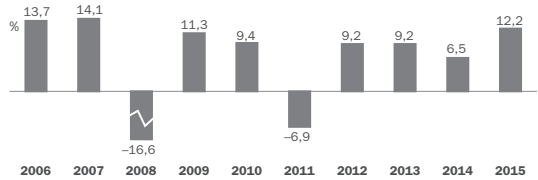
## Största företagsinvesteringar



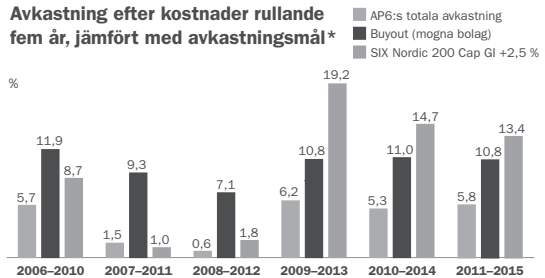
## Största fondinvesteringar



## Avkastning efter kostnader 2006–2015



## 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 2015

År	2006–2015	2011–2015	2015
<b>Totalt buyout, %</b>	11,3	10,8	14,6
– Fonder (indirekt)	15,7	15,4	9,2
– Företag (direkt)	9,2	8,5	17,4
<b>Totalt venture capital, %</b>	-7,2	-7,8	15,3
– Fonder (indirekt)	-0,2	12,2	18,5
– Företag (direkt)	-14,3	-19,0	10,8
<b>Avkastningsmål</b>	11,0	13,4	15,4

## Resultatet fördelat per segment, 2006–2015

MSEK	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Genomsnittlig avkastning, %
Buyout (mogna bolag)	1 422	1 976	-875	937	1 548	1 104	1 566	998	971	2 177	11,3
Venture Capital (tidig fas)	-46	468	-874	-121	-683	-2 087	-131	176	196	331	-7,2
<b>Avkastning sysselsatt kapital</b>	<b>1 376</b>	<b>2 444</b>	<b>-1 749</b>	<b>816</b>	<b>865</b>	<b>-983</b>	<b>1 435</b>	<b>1 174</b>	<b>1 167</b>	<b>2 508</b>	<b>6,3</b>
Likviditetsförvaltning samt interna kostnader	688	-12	-1 503	1 037	841	-397	266	686	274	359	-
<b>Resultat</b>	<b>2 064</b>	<b>2 432</b>	<b>-3 252</b>	<b>1 853</b>	<b>1 706</b>	<b>-1 380</b>	<b>1 701</b>	<b>1 860</b>	<b>1 441</b>	<b>2 867</b>	<b>5,7</b>

# Viktiga händelser 2015

## Sivantos

Co-investering som genomfördes i samarbete med EQT VI, en fond som AP6 även är investerare i. Bolaget är en ledande global tillverkare av hörsel-hjälpmiddel (tidigare Siemens Audiology Solutions). Sivantos har sin forsknings- och utvecklingsavdelning i Tyskland och huvudkontor i Singapore.

## Tobii

AP6 var under året bidragande till att börsnotera Tobii i Stockholm. I samband med detta garanterade AP6 en andel av emissionen.

## Bridgepoint

Ett internationellt fondbolag med fokus på medelstora buyout-investeringar i väletablerade och marknadsledande företag. Utgör en ny samarbetspartner i AP6 fondportfölj, som även förväntas bidra med nya co-investeringsmöjligheter.

## Carlyle

Representerar ett av världens största fondbolag med över hundra olika fonder. AP6 har under året inlett ett samarbete och slutfört en investering i Carlyle Europe Partners IV, en buyout-fond med fokus på medelstora och stora bolag, främst i Europa. Carlyle använder aktivt sitt globala nätverk av specialister för att bidra till utvecklingen i bolagen de investerat i.

## Silverfleet

Detta representerar också ett nytt samarbete som etablerats under 2015. Silverfleet är en europeisk buyout-aktör som fokuserar på medelstora företagsförvärv. Fokus ligger bland annat på att hjälpa portföljbolagen att göra kompletterande förvärv i syfte att uppnå en stark tillväxt.

## EQT

AP6 har under lång tid haft ett framgångsrikt samarbete med EQT och deltar fortsatt som investerare i deras nya buyout-fond, EQT VII, som etablerades under året.

## Volvofinans Bank

AP6, som sedan 2007 varit näst största ägare i Volvofinans Bank, beslöt under året att sälja sina aktier till Volvo Car Corporation. Under AP6:s innehavstid har bolaget utvecklats väl och affären inklusive utdelningar medför en god avkastning för fonden.

## Klimatanalys 2015

För andra året har AP6 genomfört en klimatanalys för att öka förståelsen för klimatrelaterade risker och möjligheter i portföljen. I årets analys har AP6 använt sig av konkreta förfrågningar i intervjuform till portföljbolag och fonder. Utöver detta har även kvalitativ information samlats in om hur AP6:s innehav hanterar klimatfrågan. Resultatet visar att många bolag och fonder vidtar eller planerar att vidta åtgärder för att hantera klimatfrågan i sina verksamheter och investeringar. Bland bolagen hade 67 procent identifierat klimatrelaterade risker och 89 procent såg att det fanns tydliga klimatrelaterade möjligheter.

## AP6 ansluter sig till CDP

CDP – tidigare kallat Carbon Disclosure Project – är en ideell och oberoende organisation som har världens största samling av klimatrelaterade data, inrapporterad av bolag världen över. Genom att ansluta sig ställer sig AP6 bakom initiativet och uppmaningen att fler bolag ska mäta och redovisa sina koldioxidutsläpp.



▲ Teknik från Tobii som gör att datorer kan styras med hjälp av ögonen, är ett viktigt hjälpmedel för människor med olika typer av begränsad rörlighet.

Sivantos är en ledande global tillverkare av hörsel-hjälpmiddel.



>> RESULTATRÄKNING

# Resultaträkning

MSEK	Not	2015	2014
<b>Investeringsverksamheten</b>			
Nettoresultat noterade aktier och andelar		796	291
Nettoresultat onoterade aktier och andelar	2	2 154	1 182
Aktieutdelning		225	86
Ränteutgifter/-kostnader, netto	3	-3	82
Övriga finansiella intäkter och kostnader	4	-178	-80
Förvaltningskostnader	5,7	-80	-72
Gemensamma kostnader	6,7	-47	-48
<b>Årets resultat</b>		<b>2 867</b>	<b>1 441</b>

# Balansräkning

MSEK	Not	2015-12-31	2014-12-31
<b>TILLGÅNGAR</b>			
<b>Placeringstillgångar</b>			
Aktier och andelar i noterade bolag och fonder	8,9	1 966	1 615
Aktier och andelar i onoterade bolag och fonder	8,10	18 602	16 785
Övriga räntebärande värdepapper	8,11	5 192	5 069
<b>Summa placeringstillgångar</b>		<b>25 760</b>	<b>23 469</b>
<b>Fordringar och andra tillgångar</b>			
Derivat för valutasäkring		242	86
Övriga kortfristiga fordringar		1	1
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	12	63	71
Likvida medel	8	401	210
<b>Summa fordringar och andra tillgångar</b>		<b>707</b>	<b>368</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>		<b>26 467</b>	<b>23 837</b>
<b>FONDKAPITAL OCH SKULDER</b>			
<b>Fondkapital</b>			
Grundkapital		10 366	10 366
Balanserat resultat		13 184	11 743
Årets resultat		2 867	1 441
<b>SUMMA FONDKAPITAL</b>		<b>26 417</b>	<b>23 550</b>
<b>Kortfristiga skulder</b>			
Derivat för valutasäkring		25	248
Upplupna kostnader		21	34
Övriga kortfristiga skulder	14	4	5
<b>Summa kortfristiga skulder</b>		<b>50</b>	<b>287</b>
<b>SUMMA FONDKAPITAL OCH SKULDER</b>		<b>26 467</b>	<b>23 837</b>
<b>Poster inom linjen</b>			
Ansvarsförbindelser		773	665
Åtagande - utfäst, ännu ej utbetalat kapital		6 817	5 542

&gt;&gt; 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 redovisningssed. 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 AP6:s redovisningsprinciper under 2015.

### 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 investment-företag enligt IFRS 10. Den förändrade definitionen har inte haft någon påverkan på resultat- och balansräkning. För varje enskild standard avgör AP6 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 för AP6 i all väsentlighet överensstämmer med IFRS och att enda större skillnaden är att kassaflödesanalys inte upprättas.

### Redovisning och värdering av onoterade värdepapper

AP6 värderar samtliga innehav löpande till verkligt värde och använder IPEVs (International Private Equity and Venture Capital Valuation Board, [www.privateequityvaluation.com](http://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. I avslutning till årsbokslutet genomför AP6 en värdering av respektive bolag inom respektive portfölj. Tyngdpunkten läggs dock 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 kalkylränta. Det avkastningskrav som används i modellen och därmed på investeringen ska 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 verkliga värde motsvarar då oftast dess anskaffningsvärde eller lägre.

### Substansvärdemetoden

Denna metod lämpar sig väl för företag där värdena främst utgörs av bolagets nettotillgångar. AP6 använder denna metod vid värderingen av Fastighetsaktiebolaget Norrporten. För detta bolag ger metoden en stabil och i nuvarande marknadsklimat också en försiktig marknadsvärdering.

### 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 (peer groups) 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 2015 från respektive fond. För de innehav där AP6 ännu ej har erhållit värderingar som beaktat utvecklingen under det fjärde kvartalet 2015 så har senast erhållna värdering justerats för faktiska transaktioner.

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 (vilka nedvärderas), för kvarvarande portföljbolag.

Värdet förändringar på onoterade värdepapper, såväl realiser-

rade som orealiserade, redovisas över resultaträkningen och ingår i årets resultat. Det realiserade resultatet består av skillnaden mellan försäljningsintäkt och bokfört värde vid avyttringstidpunkten. 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 holding-bolag. För att ge en rättvisande bild av verksamheten så redovisas en försäljning av holdingbolagets investering som realiserad hos AP6. Försäljningsbeloppet reducerat med anskaffningsvärdet på investeringen utgör således det realiserade resultatet. Därefter värderas holdingbolaget till substansvärdet varmed värdet minskar successivt med de utdelningar som avser försäljningslikviden. För att inte redovisa vinsten vid försäljning av investeringen två gånger så redovisas dessa utdelningar endast över balansräkningen.

#### 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 på 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 genomslutsmetoden 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 där värdeförändringar redovisas i resultaträkningen tillsammans med underliggande tillgångsslag.

Värdet förändringar, 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 tillgångar.

#### 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 AP6 investerar i, bortsett från rena kontoplaceringar typ deposits, finns noterade kurser till tillgång. Då AP6:s samtliga tillgångar ska marknadsvärderas redovisas förändringen av marknadsvärdet i resultatet för noterade tillgångar. Upplupna räntor på instrumenten redovisas i resultaträkningen på raden ränteutgifter/-kostnader netto 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 innehav, redovisas som en löpande kostnad över resultaträkningen. Den förvaltningsavgift som betalas till de fonder

som investerar i onoterade företag redovisas som en del av anskaffningskostnaden för respektive fond. Aktiverade förvaltningsavgifter nedvärderas på bokslutsdagen. Vid utgången av 2015 har samtliga aktiverade förvaltningsavgifter nedvärderats till noll kronor. Inom företagsinvesteringar aktiveras externa förvaltnings- samt förvärvskostnader, men nedvärderas däremot endast om de inte rymms inom ramen för verkligt värde. Förekommer förvärvsprocesser över ett bokslut så har kostnaderna för dessa aktiverats så tillvida det vid detta tillfälle bedöms som sannolikt att investeringen kommer att genomföras.

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 specialistfunktioner samt kostnader för lokaler, IT och allmänna kontorsomkostnader.

Interna och externa förvaltningskostnader särredovisas i not 5 och 6.

Prestationsbaserade ersättningar ingår ej i externa förvaltningskostnader utan reducerar realisationsresultatet för den tillgång som förvaltats.

#### 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.

Fordringar 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 AP6 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 pensionsystemet.

#### Närstående

Definieras såsom de företag eller fonder där AP6 äger minst 20% av och/eller i vilka man har ett betydande inflytande. Som närstående definieras också de nyckelpersoner som har en ledande ställning. Ägarandelar avseende företag och fonder redovisas i not 10. Ersättning till ledande befattningshavare redovisas i not 7. 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.

#### Poster inom linjen

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 utbetalt kapital, med tillägg av eventuellt återinvesteringsbart belopp, återfinns som ett åtagande under Poster inom linjen.

>> NOTER

**Not 2 Nettoresultat onoterade aktier och andelar**

	2015	2014
<b>Realiserat</b>		
Intäkter vid avyttring	1 388	1 955
Investerat kapital	-1 375	-1 094
Återföring av tidigare bokförda värdeförändringar avseende avyttrade innehav	121	-617
Årets nedskrivningar	-39	-20
Återföring av tidigare bokförda värdeförändringar avseende nedskrivna innehav	36	16
	<b>131</b>	<b>240</b>
<b>Orealiserat</b>		
Årets värdeförändring på realiserade innehav	2 023	942
	<b>2 023</b>	<b>942</b>
<b>Totalt</b>	<b>2 154</b>	<b>1 182</b>

**Not 3 Ränteintäkter/-kostnader, netto**

	2015	2014
<b>Ränteintäkter</b>		
Övriga ränteintäkter	23	82
	<b>23</b>	<b>82</b>
<b>Räntekostnader</b>		
Övriga räntekostnader	-26	0
	<b>-26</b>	<b>0</b>
<b>Ränteintäkter/-kostnader, netto</b>	<b>-3</b>	<b>82</b>

**Not 4 Övriga finansiella intäkter och kostnader**

	2015	2014
Resultatandelar interna bolag	1	1
Valutakursdifferenser	-179	-81
<b>Totalt</b>	<b>-178</b>	<b>-80</b>

**Not 5 Förvaltningskostnader**

	2015	2014
<b>Externa förvaltningskostnader</b>		
- Noterade innehav	21	22
<b>Interna förvaltningskostnader</b>		
- Personalkostnader	37	38
- Juridikkonsulter	2	1
- Övriga externa tjänster	15	5
- Resekostnader m.m.	2	2
- Debiterad moms	2	3
- Övriga kostnader	1	1
<b>Totalt</b>	<b>80</b>	<b>72</b>

Liksom föregående år har inga prestationsbaserade kostnader utgått.

Externa förvaltningskostnader hänförliga till innehav i onoterade fonder och företag uppgår till 166 MSEK (155) respektive - MSEK (2) och aktiveras löpande som en del av anskaffningskostnaden för respektive fond. Vid utgången av året har dock samtliga aktiverade förvaltningskostnader nedvärderats till noll kronor. Nedvärderingen ingår i det realiserade resultatet.

## Not 6 Gemensamma kostnader

	2015	2014
Personalkostnader	27	26
Lokalkostnader	5	6
IT-kostnader	6	5
Externa tjänster	1	2
Förvaltningskostnader	1	2
Resekostnader m.m.	1	1
Debiterad moms	3	3
Övriga kostnader	3	3
<b>Totalt</b>	<b>47</b>	<b>48</b>

I gemensamma personalkostnader ingår kostnader för vd och affärssupportorganisationen.

### I förvaltningskostnader ingår ersättningar till revisionsföretag med:

	2015	2014
<b>Revisionsuppdrag</b>		
PwC	0,7	–
Ernst & Young	–	1,0
	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>
<b>Revisionsverksamhet utöver revisionsuppdrag</b>		
PwC	–	–
Ernst & Young	–	–
	–	–
<b>Övriga tjänster</b>		
PwC	–	–
Ernst & Young	–	–
	–	–
<b>Totalt</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>

## Not 7 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](http://www.apfond6.se).

### Tillämpade regler för ersättningar och förmåner under 2015

Styrelsen beslutar om den totala årliga lönejusteringen samt eventuell rörlig ersättning. För 2015 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 50 och på [www.apfond6.se](http://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 64. 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 inte något incitamentsprogram, vare sig för ledande befattningshavare eller för övriga anställda.

&gt;&gt; NOTER

*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 2015 utbetald ersättning till styrelseledamöter särredovisas enligt följande; Ebba Lindsö 100 000 kronor, Per Strömberg 75 000 kronor, Henrik Dägel 50 000 kronor, Katarina Bonde 50 000 kronor, Olle Larkö 20 833 kronor (avslutat uppdrag 31 maj) och Urban Lindskog 29 167 kronor (ny ledamot från 31 maj).

*Ersättning till ledande befattningshavare*

Löner och ersättningar, pensionskostnad samt övriga förmåner ska enligt regeringens riktlinjer särredovisas också för andra ledande befattningshavare än vd.

Som ledande befattningshavare särredovisas vd och övriga ledningsgruppen vid utgången av 2015; 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: 3,0 MSEK, 2,0 MSEK, 1,7 MSEK, 1,8 MSEK, 1,9 MSEK, 1,5 MSEK och 1,5 MSEK.

Pensioner exklusive löneskatt särredovisas enligt följande: 0,9 MSEK, 0,6 MSEK, 0,5 MSEK, 0,5 MSEK, 0,6 MSEK, 0,4 MSEK och 0,4 MSEK.

Utöver lön, andra ersättningar och pension har förmåner erhållits enligt följande: 844, 16 289, 16 461, 11 120, 24 156, 672 och 24 070 kronor.

		2015	2014
Medelantal anställda	Män	17	18
	Kvinnor	15	14
		<b>32</b>	<b>32</b>
Antal anställda per 2015-12-31	Män	16	19
	Kvinnor	15	16
		<b>31</b>	<b>35</b>
Styrelsen	Män	3	3
	Kvinnor	2	2
		<b>5</b>	<b>5</b>
Ledningsgrupp	Män	6	6
	Kvinnor	1	1
		<b>7</b>	<b>7</b>

	2015	2014
<b>Lön och arvoden</b>		
Styrelseordförande	0,1	0,1
Styrelsen exkl. ordförande	0,2	0,2
Verkställande direktör	3,0	2,9
Ledningsgruppen		
exkl. verkställande direktör	10,4	10,0
Övriga anställda	23,1	23,7
<b>Totalt</b>	<b>36,8</b>	<b>36,9</b>
	<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>Övriga förmåner</b>		
Verkställande direktör	0,0	0,0
Ledningsgruppen		
exkl. verkställande direktör	0,1	0,1
Övriga anställda	0,4	0,4
<b>Totalt</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
	<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>Pensionskostnader</b>		
Styrelseordförande	-	-
Styrelsen exkl. ordförande	-	-
Verkställande direktör	0,9	0,9
Ledningsgruppen exkl. verkställande direktör	3,0	2,9
Övriga anställda	7,5	7,6
	<b>11,4</b>	<b>11,4</b>
<b>Sociala kostnader inkl löneskatt exklusive pensionskostnader</b>	<b>14,4</b>	<b>14,3</b>
<b>Personalkostnader - Totalt</b>	<b>63,1</b>	<b>63,1</b>

**Not 8 Finansiella tillgångar och skulder per kategori**

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
<b>Summa finansiella tillgångar</b>	<b>26 057</b>	<b>242</b>	<b>168</b>	<b>26 467</b>	<b>26 467</b>
Leverantörsskulder	–	–	2	2	2
Övriga skulder	–	25	23	48	48
<b>Summa finansiella skulder</b>	<b>–</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>50</b>	<b>50</b>

2014	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	18 400	86	444	18 930	18 930
Övriga omsättningstillgångar	–	–	72	72	72
Kortfristiga placeringar	4 625	–	–	4 625	4 625
Kassa och bank	210	–	–	210	210
<b>Summa finansiella tillgångar</b>	<b>23 235</b>	<b>86</b>	<b>516</b>	<b>23 837</b>	<b>23 837</b>
Leverantörsskulder	–	–	3	3	3
Övriga skulder	–	248	36	284	284
<b>Summa finansiella skulder</b>	<b>–</b>	<b>248</b>	<b>39</b>	<b>287</b>	<b>287</b>

**Not 9 Aktier och andelar i noterade bolag och fonder**

Innehav	Antal andelar	Kapitalandel, %	Röstandel, %	Marknadsvärde, MSEK
<b>Aktier</b>				
Datawatch	222 452	1,9	1,9	11
Tobii	6 098 178	7,0	7,0	410
<b>Fonder</b>				
Lannebo Micro Cap	479 473			1 545
<b>Totalt</b>				<b>1 966</b>

Liksom föregående år har inget courtage erlagts under året.



&gt;&gt; NOTER

**Not 10 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 Industriinvest AB*		556780-7184	Göteborg	1 000	100,0	100,0
AP Partnerinvest Fashion AB*		556742-8882	Göteborg	1 000	100,0	100,0
AP Partnerinvest MIT AB*		556754-4431	Göteborg	1 000	100,0	100,0
AP Partnerinvest Positionering AB*		556739-6857	Göteborg	930	93,0	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	100,0
AP Riskkapital AB*		556711-0407	Göteborg	1 000	100,0	100,0
Aumar AB		556631-5932	Göteborg	11 190	53,2	53,2
Energy Potential AB		556614-9000	Uppsala	432 781	3,6	15,0
EQT Yellow Maple Co-Investment L.P. (Bureau Van Dijk)					n/a	11,2
EQT Auris Co-Investment L.P. (Sivantos Group)					n/a	3,8
Gar Förvaltnings AB*		556312-2968	Göteborg	10 000	100,0	100,0
Gnosjögruppen AB*		556742-8411	Gislaved	1 000	100,0	100,0
HgCapital Gabriel Co-Invest L.P. (Visma)					n/a	12,1
Industrial Equity (I.E.) AB		556599-9702	Göteborg	1 000	100,0	100,0
	Accumulate AB				34,0	34,0
	Applied Nano Surfaces Sweden AB				19,0	19,0
	Bokadirekt i Stockholm AB				29,0	29,0
	CombiQ AB				22,0	22,0
	Flexion Mobile Ltd				12,0	12,0
	FPV Holding AB				99,0	99,0
	myFC Holding AB				6,0	6,0
	Noda Intelligent Systems AB				47,0	47,0
	Oricane AB				20,0	20,0
	The Local Europe AB				26,0	26,0
	Yanzi Networks AB				42,0	42,0
Innoventus AB**		556602-2728	Uppsala	4 662	33,3	33,3
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
NetSys Technology Group Holding AB*		556550-2191	Möln dal	100 000	100,0	100,0
Neqst 3 AB		556920-9504	Stockholm	38 075	6,4	25,5
Neqst Partner 3 AB		556920-9470	Stockholm	23 101	18,1	18,1
Nordia Innovation AB		556228-6855	Stockholm	3 496 919	15,0	15,0
NC VIII Alexander Co-Invest L.P. (Lindorff)					n/a	13,1
NC VIII Alexander 2 Co-Invest L.P. (Lindorff)					n/a	30,0

NOTER <<

Bolag (forts.)	Investering	Organisations- nummer	Styrelsens säte	Antal andelar	Röstandel %	Kapitalandel %
Nordic Capital VIII UF Co-invest Beta, L.P. (Unifeeder)					n/a	23,3
NsGene A/S				403 585	n/a	n/a
NS Holding AB		556594-3999	Sundsvall	1 819 884	50,0	50,0
	Norrporten AB				50,0	50,0
PrimeLog Holding AB		556680-6914	Stockholm	331 552	53,4	53,4
	ARRIGO Logistics Consultants AB*				100,0	100,0
	Capacent Holding AB				1,4	1,4
	Financial Industrial (FIND) Consulting AB*				100,0	100,0
	PrimeLog Services AB				100,0	100,0
	PrimeLog Software AB				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
	Biopheresis Technologies Inc**				32,2	32,2
	Gyros AB				96,7	96,7
	Light Sciences Oncology Inc				21,7	21,7
	Medical Vision AB				82,1	82,1
	Nuevolution AB				1,3	1,3
	OpGen Inc.				2,5	2,5
Vega Ronneby AB		556762-7798	Ronneby	2 017 365	25,0	25,0
Volvofinans Bank AB		556069-0967	Göteborg	400 000	40,0	40,0

Totalt anskaffningsvärde på aktier och andelar i bolag uppgår till 8 457 MSEK (8 823).

I de fall namnet på den legala enheten genom vilken fondinvesteringen gjorts inte speglar den faktiska investeringen så anges namnet på denna inom parentes.

Fonder	Organisationsnummer	Styrelsens säte	Kapitalandel %	Anskaffnings- värde
AEP 2003 KB	969694-5196	Stockholm	15,8	0
Accent Equity 2003 KB	969694-7739	Stockholm	65,6	122
Accent Equity 2012 L.P.			10,0	136
AE Intressenter KB (Accent Equity 2008)	969724-7873	Järfälla	100,0	275
Auvimo AB	556587-9565	Göteborg	100,0	0
Auvimo KB	969621-7729	Göteborg	100,0	164
Axcel IV K/S 2			9,7	94
Bridgepoint Europe V L.P.			2,5	0
CapMan Buyout IX Fund A L.P.			8,5	168
CapMan Buyout VIII Fund B KB	969705-5342	Stockholm	100,0	193
CapMan Equity Sweden KB	969683-1321	Stockholm	96,5	73
CapMan Technology Fund 2007 B KB	969720-4288	Stockholm	100,0	87
Carlyle Europe Partners IV L.P.			2,7	185
Chalmers Innovation Seed Fund AB	556759-5003	Stockholm	23,7	24
Creandum Advisor AB	556644-0300	Stockholm	34,0	1
Creandum I Annex Fund AB	556759-5623	Stockholm	49,3	23
Creandum II KB	969708-0274	Stockholm	98,5	138
Creandum III L.P.			18,6	110

Sjätte AP-fonden 2015 | 67

>> NOTER

Fonder (forts)	Organisationsnummer	Styrelsens säte	Kapitalandel %	Anskaffnings- värde
Creandum KB	969690-4771	Stockholm	49,3	17
Cubera VI L.P.			9,0	13
Cubera VII L.P.			15,0	110
EQT IV (No. 1) L.P.			2,4	0
EQT V (No. 1) L.P.			3,5	416
EQT VI (No. 1) L.P.			1,6	385
EQT VII (No. 1) L.P.			1,5	0
EQT Expansion Capital II (No. 1) L.P.			4,2	123
EQT Mid Market (No. 1) Feeder L.P.			8,1	327
EQT Opportunity (No. 1) L.P.			18,8	59
Femfond KB (Nordic Capital V, L.P.)	969687-5062	Stockholm	100,0	51
FSN Capital IV L.P.			7,1	163
Fyrfond AB	556591-7027	Göteborg	100,0	0
Fyrfond KB	969661-3109	Göteborg	100,0	499
Fyrsikten KB (Nordic Capital VI, L.P.)	969712-1029	Stockholm	100,0	320
HealthCap 1999 KB	969656-1647	Stockholm	10,5	0
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	16
HitecVision V L.P.			0,8	32
InnKap 2 Partners KB**	969661-4735	Göteborg	5,9	0
InnovationsKapital Fond I AB**	556541-0056	Göteborg	31,3	0
Innoventus Life Science I KB**	969677-8530	Uppsala	32,7	36
Intera Fund I KY			12,0	64
Intera Fund II KY			10,0	81
IT Provider Century Annex Fund KB	969728-8109	Stockholm	98,5	6
IT Provider Century Fund KB	969673-0853	Stockholm	98,5	10
IT Provider Fund IV KB	969687-5468	Stockholm	59,1	2
Nordic Capital VII Beta, L.P.			2,8	405
Nordic Capital VIII Beta, L.P.			4,4	354
Northern Europe Private Equity KB (EQT III UK (No. 7) L.P.)	969670-3405	Stockholm	69,1	0
Northzone VII, L.P.			8,0	84
Norvestor V, L.P.			8,5	33
Norvestor VII, L.P.			n/a	0
Scope Growth II L.P.			24,1	146
Scope Growth III L.P.			16,7	62
Silverfleet Capital Partners II			6,6	0
Sustainable Technologies Fund I KB	969734-9620	Stockholm	100,0	57
Swedestart Life Science KB**	969675-2337	Stockholm	16,3	1
Swedestart Tech KB**	969674-7725	Stockholm	20,6	8
Triton Fund IV L.P.			1,3	131
Valedo Partners Fund I AB	556709-5434	Stockholm	25,0	73
<b>Totalt fonder</b>				<b>6 037</b>
<b>Totalt anskaffningsvärde</b>				<b>14 494</b>
<b>TOTALT MARKNADSVÄRDE</b>				<b>18 602</b>

\* Bolaget är vilande.

\*\* Bolaget är under likvidation.

**Not 11 Övriga räntebärande värdepapper**

	2015	2014
Dagslån	300	1 475
Korta räntebärande värdepapper	4 788	3 150
Lån till onoterade bolag	104	444
<b>Totalt</b>	<b>5 192</b>	<b>5 069</b>

**Not 13 Skulder till kreditinstitut**

	2015	2014
Beviljad kreditlimit	2 000	2 000
Outnyttjad del	-2 000	-2 000
<b>Utnyttjat kreditbelopp</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Utnyttjat kreditbelopp ses som en kortfristig och tillfällig finansiering med en uppskattad förfallotidpunkt inom ett år.

Beviljad kreditlimit inom koncernkontostrukturen uppgår till 2 miljarder kronor.

**Not 12 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter**

	2015	2014
Upplupna ränteintäkter	47	51
Förutbetalda management fee	10	11
Övriga förutbetalda kostnader och intäkter	6	9
<b>Totalt</b>	<b>63</b>	<b>71</b>

**Not 14 Övriga kortfristiga skulder**

	2015	2014
Leverantörsskulder	2	3
Övrigt	2	2
<b>Totalt</b>	<b>4</b>	<b>5</b>

Göteborg den 25 februari 2016

Ebba Lindsö  
Styrelseordförande

Per Strömberg  
Vice styrelseordförande

Henrik Dagel  
Ledamot

Urban Lindskog  
Ledamot

Katarina G Bonde  
Ledamot

Karl Swartling  
Verkställande direktör

# Revisionsberättelse

För Sjötte AP-fonden, org. nr 855104-0721

## RAPPORT OM ÅRSREDOVISNINGEN

Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Sjötte AP-fonden för 2015. Sjötte AP-fondens årsredovisning ingår i den tryckta versionen av detta dokument på sidorna 51–70.

### Styrelsens och verkställande direktörens ansvar för årsredovisningen

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för att upprätta en årsredovisning som ger en rättvisande bild enligt Lag (2000:193) om Sjötte AP-fonden och för den interna kontroll som styrelsen och verkställande direktören bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

### Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att uttala oss om årsredovisningen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing och god revisionssed i Sverige. Dessa standarder kräver att vi följer yrkesetiska krav samt planerar och utför revisionen för att uppnå rimlig säkerhet att årsredovisningen inte innehåller väsentliga felaktigheter.

En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsredovisningen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är relevanta för hur Sjötte AP-fonden upprättar årsredovisningen för att ge en rättvisande bild i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omständigheterna, men inte i syfte att göra ett uttalande om effektiviteten i Sjötte AP-fondens interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den övergripande presentationen i årsredovisningen.

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

### Uttalanden

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 2015 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.

## RAPPORT OM ANDRA KRAV ENLIGT LAGAR OCH ANDRA FÖRFATTNINGAR

Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Sjötte AP-fonden förvaltar. Vi har också granskat om det finns någon anmärkning i övrigt mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning för Sjötte AP-fonden för 2015.

### Styrelsens och verkställande direktörens ansvar

Det är styrelsen och verkställande direktören som har ansvaret för räkenskaphandlingarna samt för förvaltningen av Sjötte AP-fondens tillgångar enligt lagen om Sjötte AP-fonden.

### Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att med rimlig säkerhet uttala oss om resultatet av vår granskning och inventering av de tillgångar som Sjötte AP-fonden förvaltar samt om förvaltningen i övrigt på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige.

Som underlag för vårt uttalande om inventeringen av tillgångarna har vi granskat Sjötte AP-fondens innehavsförteckning samt ett urval av underlagen för denna.

Som underlag för vårt uttalande om förvaltningen i övrigt har vi utöver vår revision av årsredovisningen granskat väsentliga beslut, åtgärder och förhållanden i Sjötte AP-fonden för att kunna bedöma om någon styrelseledamot eller verkställande direktören har handlat i strid med lagen om Sjötte AP-fonden.

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

### Uttalanden

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

Göteborg den 25 februari 2016

Susanne Sundvall  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

Magnus Svensson Henrysson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

## Årsredovisning 2015

# Sjunde AP-fonden

Organisationsnummer 802406-2302

## Förvaltningsberättelse

### Sjunde AP-fondens uppdrag

I det svenska allmänna pensionssystemet ingår att en del av pensionsavgiften avsätts till premiepension och förvaltas i värdepappersfonder efter individuella val av pensionsspararna. Premiepensionssystemet administreras av den statliga Pensionsmyndigheten som fungerar på samma sätt som ett fondförsäkringsbolag. Sjunde AP-fonden, som också är en statlig myndighet, fungerar inom detta system på samma sätt som ett fondbolag med förvaltning av värdepappersfonder. För de personer som avstår från att välja någon annan fond i premiepensionssystemet ska medlen av Pensionsmyndigheten placeras i förvaltsalternativet AP7 Såfa (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.

Sjunde AP-fondens verksamhet med kapitalförvaltning startade hösten 2000 i samband med att det första fonddalet inom premiepensionssystemet ägde rum.

### 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 Såfa och de statliga fondportföljerna, kombineras med andra fonder i premiepensionssystemet.

### AP7 Såfa

AP7 Såfa är ingen fond utan en instruktion till Pensionsmyndigheten hur placeringar för respektive sparare ska göras i byggstiftelserna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. AP7 Såfa 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 Såfa 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 från och med 75 års ålder är 33 % AP7 Aktiefond och 67 % AP7 Räntefond. Den fördelningen ligger sedan fast vid högre åldrar. AP7 Såfa kan väljas när som helst hos Pensionsmyndigheten, men den kan inte kombineras med några andra fonder i premiepensionssystemet.

### Tre statliga fondportföljer

Genom att kombinera AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond på olika sätt skapas också tre fondportföljer med olika risknivåer. De tre statliga fondportföljerna är AP7 Försiktig, AP7 Balanserad och AP7 Offensiv.

- AP7 Försiktig 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 2015

Under 2015 placerade Pensionsmyndigheten premiepensionsmedel för 2014 års pensionsrätter. Inflödet av kapital genom köp av andelar i fonderna uppgick till 18,1 miljarder kronor (14,9 miljarder kronor 2014). Utflödet av kapital genom infösen av andelar, främst på grund av att premiepensionssparare bytte till andra fonder, uppgick till sammanlagt cirka 4,2 miljarder kronor (2,5 miljarder kronor) under året.

Vid utgången av 2015 förvaltade Sjunde AP-fonden sammanlagt 283,1 miljarder kronor (253,2 miljarder kronor), varav 261,1 miljarder kronor i AP7 Aktiefond, och 22,1 miljarder kronor i AP7 Räntefond. Ökningen av det totala förvaldade kapitalet beror främst på en positiv börsutveckling på de globala aktiemarknaderna under 2015 och på inföden till fonderna under året.

#### Avkastning 2015

Under 2015 har uppgången på de globala aktiemarknaderna fortsatt, vilket har lett till positiv avkastning i de av Sjunde AP-fondens produkter som har aktieinslag.

AP7 Såfa 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 Såfa-spararen har under 2015 haft en avkastning på 6,3 %.

Under samma period har de privata premiepensionsfonderna i genomsnitt gett en avkastning på 6,7 %. Risken (mätt som standardavvikelse under den senaste 24-månadersperioden) har för AP7 Såfa varit 15,9 %, jämfört med 10,4 % för genomsnittet för de privata premiepensionsfonderna<sup>1</sup>. AP7 Såfas 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 förvaltsalternativ<sup>2</sup> gett en ackumulerad avkastning på 115,3 %, jämfört med 50,2 % för genomsnittet av de privata premiepensionsfonderna. Detta innebär att förvaltsalternativet har gett en genomsnittlig årlig avkastning på 5,2 %, jämfört med 2,7 % för de privata premiepensionsfonderna. Sedan AP7 Såfas start i maj 2010 har den ackumulerade avkastningen varit 115,8 %, jämfört med 55,9 % för de privata premiepensionsfonderna.

En typisk premiepensionssparare som sedan 2000 haft sitt kapital investerat hos Sjunde AP-fonden har fått en kapitalviktad avkastning på 9,1 % 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. Förvaltsalternativets kapitalviktade avkastning om 9,1 % per år kan jämföras med motsvarande siffra för inkomstindex/balansindex som uppgår till 2,5 % per år.

Statens fondportföljer har under 2015 gett följande avkastning:

- AP7 Försiktig 2,8 % (42,7 % sedan starten i maj 2010)
- AP7 Balanserad 3,7 % (60,6 % sedan starten i maj 2010)
- AP7 Offensiv 5,2 % (90,6 % sedan starten i maj 2010)

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Premiepensionssystemet to i maj 2010 och därefter AP7 Såfa

## Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2015

Byggstiftelserna AP7 Aktiefond och AP7 Råntefond har under 2015 gett följande avkastning:

■ AP7 Aktiefond	6,6 %
■ AP7 Råntefond	0,8 %

Deras jämförelseindex har gett en avkastning på 6,2 % respektive 0,9 %. Ytterligare information om AP7 Aktiefond och AP7 Råntefond ges i årsberättelserna för respektive fond.

**Verksamheten****Resultat**

Under 2015 uppgick Sjunde AP-fondens intäkter av rörelsen till 320,8 miljoner kronor (240,5 miljoner kronor 2014). Kostnaderna, inklusive räntenetto, uppgick till 180,3 miljoner kronor (163,8 miljoner kronor). Resultatet blev således 140,5 miljoner kronor (76,8 miljoner kronor). Det balanserade resultatet vid årets slut var 217,1 miljoner kronor (76,6 miljoner kronor).

Sjunde AP-fondens intäkter är helt beroende av det förvaldade kapitalets storlek, medan kapitalberoende kostnaderna utgörs av avgifter till externa kapitalförvaltare och till depåbanken. Genom att det förvaldade kapitalet under stora delar av året har varit större än föregående år har de kapitalberoende kostnaderna ökat under 2015.

Eftersom Sjunde AP-fondens intäkter beror på det förvaldade 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 förvaldade 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. Vid sidan av denna buffert har Sjunde AP-fonden också möjlighet att hos Riksgäldskontoret ta upp kredit om 40 miljoner kronor. Denna kredit beslutas av regeringen.

**Fokusområden 2015**

Under 2015 har arbetet med att ytterligare stärka Sjunde AP-fondens styrning och interna kontroll givits stor prioritet. De nyrekriteringar som gjordes till verksamheten under senare delen av 2014 inom förvaltning, administration samt kommunikation och ägarstyrning har inneburit att verksamheten nu på ett tydligare sätt äger och kontrollerar sina risker. Detta har bland annat inneburit att en tydlig uppdelning mellan verksamheten och de oberoende kontrollfunktionerna (risk och regelefterlevnad) kan säkerställas.

Inom förvaltningsorganisationen pågår flera parallella projekt i syfte att vidareutveckla kapitalförvaltningsverksamheten. Dessa projekt avser bland annat översyn av den strategiska portföljen, möjligheten att uppnå en mer ändamålsenlig risk för spararen efter pension samt strategier för att skydda portföljen mot kraftiga börsfall. Projekten pågår och planeras avslutas under 2016.

Inom förvaltningen har också offentlig upphandling av indexförvaltare, samt förberedelse för upphandling av private equityförvaltare, prioriterats under året.

Inom administrationen har stor vikt lagts på kompetensutveckling och kunskapsöverföring, för att därigenom minska Sjunde AP-fondens nyckelpersonsberoende. Implementering av ett framåtblickande risksystem har slutförts, vilket innebär förbättrade möjligheter till riskuppföljning och för förvaltningen att ta taktiska positioner i framtiden. Offentliga upphandlingar har också genomförts, bland annat avseende juridiska tjänster, interntrevision, IT-drift och tjänstepensionsrådgivning för anställda.

Sjunde AP-fonden har fortsatt arbetet med att utveckla processerna inom ägarstyrningsområdet. Ett nytt tema, "klimat", implementerades och förbättrade riktlinjer och styrdokument för ägarstyrningsprocessen har tagits fram.

Fonden bedriver också ett projekt i syfte att utvärdera hur Sjunde AP-fonden står sig kvalitetsmässigt jämfört med några av världens största pensionsfonder inom några viktiga huvudområden. Projektet kommer att slutföras under 2016. Detta arbete är centralt för den fortsatta utvecklingen av alla verksamhetsgrenar inom AP7:s organisation.

Kompetensutveckling gavs generell hög prioritet i organisationen under året och en utveckling av HR-funktionen har skett genom att en HR-ansvarig anlitas på konsultbasis.

**Organisation****Ledning**

Verkställande direktören har inrättat fyra lednings- och samordningsgrupper.

För kapitalförvaltningen finns dels en placeringskommitté, som under 2015 bestod av tre personer (verkställande direktören, chefen för förvaltning (tillika vice verkställande direktör) och chefen för administration), dels en riskhanteringskommitté, som bestod av fyra personer (verkställande direktören, chefen för administration, risksansvarig och regelverksansvarig). Medlemmarna i placeringskommittén utgörs av Sjunde AP-fondens ledande befattningshavare (två män och en kvinna).

För övergripande frågor som inte avser kapitalförvaltningen finns en administrativ ledningsgrupp som under 2015 bestod 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 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

**Nyckeltal för AP7:s produkter – översikt(%)**

	2014-12-30 - 2015-12-30	Genomsnittlig årsavkastning sedan start (2010-05-24)	Total risk (standard- avvikelse 24-mån)
AP7 Aktiefond	6,6	15,5	16,7
AP7 Råntefond	0,8	2,0	0,7
AP7 Säfa	6,3	14,7	15,9
Privata fonder	6,7	8,2	10,4
AP7 Försiktig	2,8	6,5	6,1
AP7 Balanserad	3,7	8,8	8,9
AP7 Offensiv	5,2	12,2	13,0

**Avkastning för förvalsalternativet jämfört med genomsnittet för de privata premiepensionsfonderna (%)**

	Akkumulerad avkastning sedan start år 2000	Genomsnittlig årsavkastning sedan start år 2000	Genomsnittlig årsavkastning senaste 10 åren
Förvalsalternativet	115,3	5,2	8,1
Privata fonder	50,2	2,7	5,1

ägarstyrning, risksansvarig samt regelverks-ansvarig.

#### Kapitalförvaltning

Kapitalförvaltningsorganisationen utgjordes vid utgången av 2015 av sju tillsvidareanställda. Stora delar av det förvaldade kapitalet förvaltas av externa förvaltare. Den interna förvaltningen arbetar huvudsakligen med 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, kontorsservice, registrator och IT. Vid utgången av 2015 var tio personer tillsvidareanställda inom administration.

För Sjunde AP-fonden är effektivitetsaspekter av stor betydelse. Detta betyder att externa tjänster utnyttjats på de områden där det är lämpligt för att säkerställa hög kompetens, låga kostnader och liten sårbarhet. Detta innefattar bland annat ekonomi- och löneadministration, IT-drift, internrevision 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 2015 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 internrevisorer, vilka rapporterar till Sjunde AP-fondens styrelse. Vid utgången av 2015 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. Under 2015 genomfördes också en medarbetarundersökning, vilken sammantaget visar på ett mycket gott resultat. Mindre synpunkter på den fysiska arbetsmiljön har framkommit som en del i undersökningen och en åtgärdsplan har tagits fram för att hantera dessa brister.

Sjunde AP-fonden eftersträvar en jämn könsfördelning i verksamheten. Alder och kön får inte påverka lönesättning.

Under året har en person (kvinna) lämnat sin anställning och person (man) anställdes. Antalet tillsvidareanställda var under större delen av 2015 tjugotre personer (tio kvinnor och tretton män).

#### Styrning och kontroll

##### Styrelsens arbete

Under 2015 ersattes en styrelseledamot i Sjunde AP-fondens styrelse.

Styrelsen hade under 2015 sex ordinarie sammanträden. 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 2015 av tre styrelseledamöter och två anställda (verkställande direktören och vice vd/förvaltningschefen).

Styrelsen har också inrättat ett revisionsutskott. Revisionsutskottet bestod under 2015 av tre styrelseledamöter. Till revisionsutskottets möten inbjöds normalt intern- och externrevisorer, verkställande direktören, chefen för administration, risksansvarig samt regelverksansvarig.

Under 2015 var de externa revisorerna dessutom närvarande vid ett styrelsesammanträde. Under året har regeringen efter nyupphandling utsett PwC till externrevisorer i Sjunde AP-fonden. Nyupphandling av internrevisionstjänster har också skett under året och på styrelsens uppdrag har ansvaret för Sjunde AP-fondens internrevision givits Deloitte AB.

#### 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. Under året röstade AP7 på 3124 av 3149 möjliga bolagsstämmor, vilket motsvarar 99,2 %. 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 treårs-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 2016 arbetar Sjunde AP-fonden med teman inom private equity, klimat och färskvatten.



## Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2015

**Resultaträkning**

Samtliga belopp i tusentals kronor

Not		2015	2014
	Rörelsens intäkter		
	Förvaltningsavgifter	320 778	240 547
		320 778	240 547
	Rörelsens kostnader		
1	Personalkostnader	-44 385	-43 433
2	Övriga externa kostnader	-135 639	-120 064
5	Avskrivningar av materiella anläggningstillgångar	-94	-282
		-180 118	-163 779
	<b>Rörelseresultat</b>	<b>140 660</b>	<b>76 768</b>
	Resultat från finansiella poster		
3	Ränteutäkter och liknande	1	195
4	Räntekostnader och liknande	-136	-208
		-135	-13
	<b>Resultat efter finansiella poster</b>	<b>140 525</b>	<b>76 755</b>
	<b>Årets resultat</b>	<b>140 525</b>	<b>76 755</b>

**Balansräkning**

Samtliga belopp i tusentals kronor

Not		2015-12-31	2014-12-31
	<b>Tillgångar</b>		
	Anläggningstillgångar		
5	Inventarier	434	309
	<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>434</b>	<b>309</b>
	Omsättningstillgångar		
6	Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	28 701	25 524
7	Övriga fordringar	1 970	1 779
	Kassa och bank	237 894	98 767
	<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>268 565</b>	<b>126 070</b>
	<b>Summa tillgångar</b>	<b>268 999</b>	<b>126 379</b>
	<b>Eget kapital och skulder</b>		
	Eget kapital		
	Balanserat resultat	76 647	-108
	Årets resultat	140 525	76 755
	<b>Summa eget kapital</b>	<b>217 172</b>	<b>76 647</b>
	Skulder		
8	Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	46 410	45 459
9	Krediter i Riksgäldskontoret	0	0
	Leverantörsskulder	2 573	1 520
	Övriga skulder	2 844	2 753
	<b>Summa skulder</b>	<b>51 827</b>	<b>49 732</b>
	<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>268 999</b>	<b>126 379</b>
	Ställda pantar	Inga	Inga
	Ansvarsförbindelser	Inga	Inga

<p><b>Redovisningsprinciper</b> 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><b>Intäktsredovisning</b> Intäkterna består av fasta förvaltningsavgifter som erhålls från de förvaltade fonderna. Dessa intäktsförs löpande i den period de avser.</p> <p><b>Avskrivningsprinciper för anläggningstillgångar</b> Anläggningstillgångar värderas till anskaffningsvärde med avdrag för ackumulerade avskrivningar.</p>	<p>Avskrivning görs med procentsatser enligt nedan:</p> <table> <tr> <td></td> <td>2015</td> <td>2014</td> </tr> <tr> <td>Datautrustning</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><b>Värderingsprinciper m.m.</b> 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><b>Fordringar</b> Fordringar har upptagits till de belopp varmed de beräknas inflyta.</p>		2015	2014	Datautrustning	33 %	33 %	Övriga inventarier	20 %	20 %
	2015	2014								
Datautrustning	33 %	33 %								
Övriga inventarier	20 %	20 %								

**Not 1 – Personalkostnader**

	2015	2014		2015	2014
<i>Samtliga belopp i tusentals kronor</i>			<b>Pensionskostnader</b>		
<b>Antal anställda</b>			VD	1 021	1 002
Medeltal anställda	23	19	Placeringskommitté exkl.VD	1 302	1 238
Anställda 31 december	23	23	Övriga anställda	6 175	5 535
Antal ledande befattningshavare (per 31 december)	3	3	<b>Summa</b>	<b>8 498</b>	<b>7 775</b>
<b>Löner och arvoden</b>			<b>Sociala kostnader</b>		
Styrelseordförande	112	112	Styrelseordförande	35	35
Styrelsen exkl. ordförande	496	509	Styrelse exkl. ordförande	113	144
VD	3 403	3 342	VD	1 070	1 051
Placeringskommitté exkl. VD	3 797	3 709	Placeringskommitté exkl. VD	1 193	1 166
Övriga anställda	16 666	17 021	Övriga anställda	5 399	7 194
<b>Summa</b>	<b>24 474</b>	<b>24 693</b>	<b>Summa</b>	<b>7 810</b>	<b>9 590</b>

**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
	<b>7 200</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>2 323</b>	<b>9 528</b>

**Ersättning till ledande befattningshavare 2014:**

	Fast lön	Bilförmån	Övriga förmåner	Pension-kostnader	Summa
Verkställande direktör	3 342	0	3	1 002	4 347
Vice verkställande direktör/chef förvaltning	2 179	0	2	620	2 801
Administrativ chef	1 530	0	0	618	2 148
	<b>7 051</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>2 240</b>	<b>9 296</b>

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 där utöver 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 förvärsverksamhet.

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 samt förhandlar lön och övriga villkor med verkställande direktören. Hela styrelsen fattar beslut i ersättningsfrågor efter beredning av ersättningskommittén. Den nedre gränsen för ersättningsgarnas konkurrenskraft

## Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2015

påverkas bland annat av krav på 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 2014 genomfördes 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 följts under 2015.

Styrelsens arvoden beslutas av regeringen. Utöver de av regeringen fastställda arvodena har sammanlagt 96 000 kronor utbetalats till de styrelseledamöter som också ingår i konjunkturrådet, revisionsutskottet eller arbetsutskottet.

**Not 2 – Övriga externa kostnader**

Samtliga belopp i tusentals kronor	2015	2014
Revision	708	823
Externa förvaltare och depåbank	89 262	81 460
Externa tjänster	37 104	27 948
Övriga kostnader	8 565	9 833
<b>Summa övriga externa kostnader</b>	<b>135 639</b>	<b>120 064</b>

**Arvoden till revisionsbolag (EY, PWC)**

Revisionsuppdrag	708	788
Revisionsverksamhet utanför revisionsuppdraget	-	35
Skatterådgivning	-	-
Övriga tjänster	-	-
<b>Summa arvoden</b>	<b>708</b>	<b>823</b>

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 – Ränteintäkter och liknande**

Samtliga belopp i tusentals kronor	2015	2014
Ränteintäkter	1	195
Valutakursvinster	0	0
	1	195

**Not 4 – Räntekostnader och liknande**

Samtliga belopp i tusentals kronor	2015	2014
Räntekostnader	-2	-43
Valutakursförluster	-134	-165
	-136	-208

**Not 5 – Inventarier**

Samtliga belopp i tusentals kronor	2015-12-31	2014-12-31
Ingående anskaffningsvärde	22 232	22 121
Inköp	219	111
<b>Utgående ackumulerade anskaffningsvärden</b>	<b>22 451</b>	<b>22 232</b>
Ingående avskrivningar	-21 923	-21 641
Årets avskrivningar	-94	-282
Utgående ackumulerade avskrivningar	-22 017	-21 923
<b>Utgående bokfört värde</b>	<b>434</b>	<b>309</b>

**Not 6 – Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter**

Samtliga belopp i tusentals kronor	2015-12-31	2014-12-31
Upplupna fondavgifter	26 980	23 692
Övriga interimsfördringar	1 721	1 832
<b>Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter</b>	<b>28 701</b>	<b>25 524</b>

**Not 7 – Övriga fordringar**

Samtliga belopp i tusentals kronor	2015-12-31	2014-12-31
Skattefordran ingår med	1 970	1 779

**Not 8 – Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter**

Samtliga belopp i tusentals kronor	2015-12-31	2014-12-31
Upplupna personalkostnader	4 084	4 881
Upplupna kostnader externa förvaltare och depåbank	37 691	39 221
Övriga interimsskulder	4 635	1 357
<b>Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter</b>	<b>46 410</b>	<b>45 459</b>

**Not 9 – Krediter i Riksgäldskontoret**

Samtliga belopp i tusentals kronor	2015-12-31		2014-12-31	
	Total ram	Utnyttjad	Total ram	Utnyttjad
Rörlig kredit på räntekonto	40 000	0	40 000	0
Lån för finansiering av anläggningstillgångar	5 000	0	5 000	0
<b>Krediter i Riksgäldskontoret</b>	<b>45 000</b>	<b>0</b>	<b>45 000</b>	<b>0</b>

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.

Under 2016 disponerar Sjunde AP-fonden ett räntekonto med kredit på högst 40 miljoner kronor och en låneram på 5 miljoner kronor för finansiering av anläggningstillgångar.

Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2015

Stockholm den 4 februari 2016

  
Bo Källstrand  
Ordförande

  
Adine Grate Axén  
Vice ordförande

  
Gunnar Andersson


  
Kerstin Hermansson

  
Tonika Hirdman

  
Mats Kinnwall

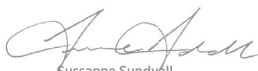
  
Patrik Tolf


  
Rose Marie Westman

  
Hellen Wohlin Lidgard

  
Richard Gröttheim  
Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har avgivits den 5 februari 2016

  
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

Vi har utfört en revision av årsredovisningen för Sjunde AP-fonden för år 2015.

#### Styrelsens och verkställande direktörens ansvar för årsredovisningen

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

#### Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att uttala oss om årsredovisningen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing och god revisionssed i Sverige. Dessa standarder kräver att vi följer yrkesetiska krav samt planerar och utför revisionen för att uppnå rimlig säkerhet att årsredovisningen inte innehåller väsentliga felaktigheter.

En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsredovisningen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är relevanta för hur fonden upprättar årsredovisningen för att ge en rättvisande bild i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omsämdigheterna, men inte i syfte att göra ett uttalande om effektiviteten i fondens interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i styrelsens och verkställande direktörens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den övergripande presentationen i årsredovisningen.

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

#### Uttalanden

Enligt vår uppfattning har årsredovisningen upprättats i enlighet med lagen om allmänna pensionsfonder och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Sjunde AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2015 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.

### Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Utöver vår revision av årsredovisningen har vi även granskat inventeringen av de tillgångar som Sjunde AP-fonden förvaltar. Vi har också granskat om det finns någon anmärkning i övrigt mot styrelsens och verkställande direktörens förvaltning för Sjunde AP-fonden för räkenskapsåret 2015.

#### 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.

#### Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att med rimlig säkerhet uttala oss resultatet av vår granskning och inventeringen av de tillgångar som fonden förvaltar samt om förvaltningen i övrigt på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige.

Som underlag för vårt uttalande om inventeringen av tillgångarna har vi granskat fondens inventering samt ett urval av underlagen för denna.


Som underlag för vårt uttalande om förvaltningen i övrigt har vi utöver vår revision av årsredovisningen granskat väsentliga beslut, åtgärder och förhållanden i fonden för att kunna bedöma om någon styrelseledamot eller verkställande direktören har handlat i strid med lagen om allmänna pensionsfonder.

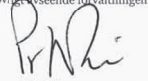
Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

#### Uttalanden

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

Stockholm den 5 februari 2016

  
Sussanne Sundvål  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

  
Peter Nilsson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

## Årsberättelse 2015

# AP7 Aktiefond

Organisationsnummer 515602-3862

## Förvaltningsberättelse

### Placeringsriktning

AP7 Aktiefond 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 fondportföljer. Mer information om dessa portföljer finns i årsredovisningen för Sjunde 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 (alfakällor 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 valutarisk. Men den samlade risken ska ses i skenet av den låga risk som spararen har i inkomstpensionen, som i huvudsak är att likna vid ränteplaceringar. Sparare i AP7 Säfa över 55 år har en reducerad total risk, eftersom de via AP7 Säfa får sitt premiepensions-sparande fördelat mellan AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond.

### 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.

### Derivatinstrument och aktielån

Fondbestämmelserna tillåter det derivatinstrument används som ett led i placeringsriktningen. Under 2015 har denna möjlighet utnyttjats i den löpande förvaltningen via aktieterminer och valutakontrakt.

Genom icke-börshandlade finansiella derivatinstrument (Total Return Swaps) skapas också hävstång i förvaltningen.

Hävstångsgraden ska normalt motsvara 150 % 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 2015 beslutade styrelsen om en gradvis nedtrappning av hävstångsgraden från dess normalnivå till 125 %. Denna nedtrappning genomfördes under perioden maj – september.

Vid utgången av 2015 motsvarade hävstångsgraden 123,6 % av fondkapitalet (62,3 miljarder kronor).

Under 2015 har AP7 Aktiefonds sammanlagda exponeringar<sup>1</sup> i genomsnitt uppgått till 41,6 % (107,9 miljarder kronor) av fondförmögenheten. De sammanlagda exponeringarna har som lägst varit 27,7 % (66,6 miljarder kronor) och som högst 54,7 % (141 miljarder kronor). Vid beräkningen AP7 Aktiefonds sammanlagda exponeringar vid användning av derivatinstrument används vid riskbedömningen den s.k. åtagandemetoden, vilket innebär att derivatinstrument tas upp till den underliggande tillgångens exponering.

Uplåning av aktier för så kallad åkta 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 40,4 miljoner kronor. Kostnaden för programmet har uppgått till 6,1 miljoner kronor.

### Aktiv förvaltning

Den aktiva förvaltningen består framförallt av taktisk allokering och förvaltning av aktier enligt förvaltningsmodellen "lång/kort" (så kallad ren alfaförvaltning). Förvaltningen omfattar även valutor. Dessutom sker aktiv förvaltning i valutor.

Taktisk allokering innebär främst avsteg från beslutad hävstångsgrad (se ovan) inom intervallet +/- 12 procent-enheter.

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 åkta blankning, som innebär att aktier lånas in för att omedelbart säljas. De långa positionerna finansieras genom den försäljningslikvid som blankningens ger. På det sättet behöver inte något fondkapital avsättas till den rena alfaförvaltningen. Förvaltning enligt denna modell har under 2015 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 valutarisk.

### Resultatutveckling

Totalavkastningen för AP7 Aktiefond var under 2015 6,6 % (NAV-kursberäknad avkastning), vilket var drygt 0,4 procentenheter bättre än jämförelseindex.

Den positiva utvecklingen för fonden förklaras av uppgången på den globala aktiemarknaden under 2015, vilken förstärktes av hävstången och den svenska kronans försvagning.

Den aktiva förvaltningen har bidragit positivt med 124 miljoner kronor.

Den taktiska allokeringen har också bidragit positivt med 101 miljoner kronor<sup>2</sup>.

Inflödet av kapital till fonden uppgick under 2015 till 12,3 miljarder kronor, främst genom att Pensionsmyndigheten placerat 2014 års pensionsrätter. Utfödet av kapital genom inlösen av andelar, främst på grund av att premiepensionsparare bytte till andra fonder, uppgick till 2,9 miljarder kronor.

<sup>1</sup>Avser 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](http://www.esma.europa.eu/system/files/10_788.pdf). Fonden har under året ändrat beräkningssätt för sammanlagda exponeringar så att dessa nu också inkluderar netto-korta positioner

<sup>2</sup>Detta beror på att fonden har haft en lägre global aktieexponering än fondens jämförelsenorm på 150 %. Därmed har också fondens risknivå minskat.

## AP7 Aktiefond | Årsberättelse 2015

**Fondens tio största innehav i % av fondkapitalet vid utgången av 2015**  
(exklusive placeringar i private equity)

Apple Computer	1,7
Microsoft	1,2
Exxon	0,9
General Electric	0,8
Johnson and Johnson	0,8
Amazon	0,7
Wells Fargo	0,7
JP Morgan Chase	0,7
Nestle	0,7
Alphabet inc C	0,6
<b>Summa tio största innehav</b>	<b>8,8</b>

**Väsentliga händelser efter balansdagen**

Under januari och februari har de globala börserna haft breda nedgångar. Detta har inneburit att andelskursen för AP7 Aktiefond till dags dato (den 2 februari, 2016) har sjunkit med 8,35 % sedan årsskiftet.

**Nyckeltal**

	2015	2014	2013	2012	2011	2010 <sup>1</sup>
<b>Fondförmögenhet (Mkr)</b>	261 072	235 725	173 493	123 348	98 857	104 123
Antal andelar (tusental)	1 230 448	1 184 861	1 143 683	1 089 848	1 034 877	966 368
Andelskurs (kr)	212,15	198,93	151,71	113,18	95,52	107,88
<b>Avkastning<sup>2,3</sup></b>						
Total NAV-kursberäknad (%)	6,6	31,1	34,0	18,5	-11,5	14,3
Jämförelseindex (%)	6,2	30,8	35,3	17,5	-10,5	14,1
<b>Genomsnittlig avkastning<sup>2,3</sup></b>						
2 år (%)	18,3	32,6	26,0	2,4	-	-
5 år (%)	14,5	-	-	-	-	-
Sedan fondstart (%)	15,5	17,5	14,0	7,2	-	-
<b>Riskmått<sup>2,3</sup></b>						
Totalrisk fonden (%)	16,7	10,2	11,4	16,0	-	-
Totalrisk jämförelseindex (%)	16,8	9,4	10,5	14,8	-	-
Aktiv risk (%)	2,0	2,6	2,7	2,6	-	-
Active share (%)	9,9	-	-	-	-	-
Omsättningshastighet (%)	16,9	19,3	22,9	28,7	44,6	13,3
<b>Avgifter</b>						
Förvaltningsavgift (%)	0,12	0,12	0,14	0,15	0,15	0,15
Årlig avgift (%) <sup>4</sup>	0,15	0,15	0,17	0,19	0,20	0,19
Avgift insättning/uttag	Inga	Inga	Inga	Inga	Inga	Inga
<b>Transaktionskostnader</b>						
Totalt (Tkr)	106 288	93 702	73 188	65 214	81 236	48 464
Andel av omsättning (%)	0,10	0,10	0,08	0,08	0,09	0,14
Engångsinsättning 10 000kr (kr)	13,2	13,5	16,5	17,0	14,1	9,0

<sup>1</sup>Avser perioden 2010-05-24-2010-12-31.<sup>2</sup>NAV-kursberäknad avkastning 2015 avser perioden 2014-12-30 t.o.m. 2015-12-30. Jämförelseindexets avkastning avser samma period och har justerats för att motsvara NAV-sättningsdatumet.<sup>3</sup>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.<sup>4</sup>Inkluderar avgift 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 2015 uppgick avgiften till 0,12 % 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. Sjunde AP-fondens styrelse har beslutat att fr o m den 1 januari 2016 sänka förvaltningsavgiften för AP7 Aktiefond till 0,11 % per år av fondförmögenheten.

## AP7 Aktiefond | Årsberättelse 2015

### 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 utgörs av MSCI All Country World Index<sup>1</sup> ("gross" för alla aktier med undantag för tillväxtmarknader och Europa, där index är "net"). Med hänsyn till hävstångens normalnivå är normavkastningen lika med jämförelseindexets avkastning multiplicerad med faktorn 1,0 uttryckt i SEK för basportföljen, där indexet är anpassat till AP7:s etik- och miljöpolicy, plus jämförelseindexets avkastning multiplicerad med 0,5 uttryckt i USD (hävstången) och minskad med finansieringskostnaden för hävstången. I finansieringskostnaden inräknas även transaktionskostnader.

"Net" = inklusive återinvesterad utdelning med avdrag för källskatt på utdelningar.

"Gross" = inklusive återinvesterad utdelning utan avdrag för definitiv källskatt på utdelningar.

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 förenings rekommendation.

Omsättningshastighet: Mäter hur många gånger värdepapper har köpts eller sålts i förhållande till fondförmögenheten. Beräknas genom att det lägsta värdet av summa köpta och 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](http://www.esma.europa.eu/system/files/10_674.pdf).

Transaktionskostnad: Courtage till mäklare och 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.

<sup>1</sup> 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)



## AP7 Aktiefond | Årsberättelse 2015

## Balansräkning

Samtliga belopp i tusentals kronor

Not	2015-12-31		2014-12-31	
		%		%
<b>Tillgångar</b>				
1 Överlåtbara värdepapper	257 466 233	98,6	231 005 357	98,0
OTC-derivatinstrument med positivt marknadsvärde	737 759	0,3	1 052 068	0,4
Övriga derivatinstrument med positivt marknadsvärde	45 720	0,0	51 552	0,0
<b>Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde</b>	<b>258 249 712</b>	<b>98,9</b>	<b>51 552</b>	<b>0,0</b>
Bankmedel och övriga likvida medel	4 833 839	1,9	6 877 660	2,9
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	119 844	0,1	102 309	0,1
Övriga tillgångar	459 889	0,1	142 889	0,1
<b>Summa tillgångar</b>	<b>263 663 284</b>	<b>101,0</b>	<b>239 231 835</b>	<b>101,5</b>
<b>Skulder</b>				
OTC-derivatinstrument med negativt marknadsvärde	267 998	0,1	676 937	0,3
Övriga derivatinstrument med negativt marknadsvärde	1 319	0,0	4 668	0,0
Övriga finansiella instrument med negativt marknadsvärde	1 975 852	0,8	2 530 070	1,1
<b>Summa finansiella instrument med negativt marknadsvärde</b>	<b>2 245 169</b>	<b>0,9</b>	<b>3 211 675</b>	<b>1,4</b>
Upplupna kostnader och förutbetalda skulder	29 783	0,0	26 768	0,0
Övriga skulder	316 821	0,1	268 270	0,1
<b>Summa Skulder</b>	<b>2 591 773</b>	<b>1,0</b>	<b>3 506 713</b>	<b>1,5</b>
2 Fondförmögenhet	261 071 511	100,0	235 725 122	100,0

Som särskild bilaga finns en innehavsförteckning över samtliga finansiella instrument.

Poster inom linjen	2015-12-31	2014-12-31
<b>Utlånade värdepapper och mottagna säkerheter</b>		
Utlånade finansiella instrument	4 179 309	1 511 246
Mottagna säkerheter (statsobligationer minst AA rate) för utlånade finansiella instrument	4 366 248	1 600 425
Mottagna säkerheter (likvida medel) för OTC-derivatinstrument*	255 990	687 653
<b>Inlånade värdepapper och ställda säkerheter</b>		
Inlånade finansiella instrument	5 257 036	6 296 321
Ställda säkerheter (aktier) för inlånade finansiella instrument	5 942 707	6 276 400
Ställda säkerheter (likvida medel) för OTC-derivatinstrument	0	0
Ställda säkerheter (likvida medel) för övriga derivatinstrument	248 681	336 535
<b>Utestående åtaganden</b>		
Kvarstående investeringslöften i private equity	6 088 308	6 324 633

\* Beloppet avser mottagna säkerheter för värdet på transaktionerna per senaste bankdag innan bokslutsdag.

AP7 Aktiefond | Årsberättelse 2015

**Resultaträkning**

Samtliga belopp i tusentals kronor

Not	2015	2014
<b>Intäkter och värdeförändring</b>		
3 Värdeförändring på överlåtbara värdepapper	10 070 651	44 226 912
4 Värdeförändring på OTC-derivatinstrument	-383 980	4 547 937
5 Värdeförändring på övriga derivatinstrument	254 279	640 263
6 Ränteintäkter	5 538	6 614
7 Utdelningar	6 129 862	4 562 217
8 Valutakursvinster och -förluster netto	272 185	804 106
9 Övriga finansiella intäkter	70 967	54 782
10 Övriga intäkter	2 729	263
<b>Summa Intäkter och värdeförändring</b>	<b>16 422 231</b>	<b>54 843 094</b>
<b>Kostnader</b>		
11 Förvaltningskostnader	-311 662	-233 932
12 Övriga finansiella kostnader	-175 630	-165 327
13 Övriga kostnader	-43 034	-41 458
<b>Summa Kostnader</b>	<b>-530 326</b>	<b>-440 777</b>
Periodens resultat	15 891 905	54 402 317

**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

	2015-12-31		2014-12-31	
		%		%
Överlåtbara värdepapper	251 337 447	96,3	225 124 076	95,5
Överlåtbara värdepapper – Onoterade	6 128 786	2,3	5 881 281	2,5
<b>Summa Överlåtbara värdepapper</b>	<b>257 466 233</b>	<b>98,6</b>	<b>231 005 357</b>	<b>98,0</b>

## AP7 Aktiefond | Årsberättelse 2015

**Not 2 – Förändring av fondförmögenhet**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2015-01-01 – 2015-12-31	2014-01-01 – 2014-12-31
Fondförmögenhet vid periodens början	235 725 122	173 492 553
Andelsutgivning	12 344 376	9 761 572
Andelsinlösen	-2 889 892	-1 931 320
Periodens resultat enligt resultaträkning	15 891 905	54 402 317
<b>Fondförmögenhet vid periodens slut</b>	<b>261 071 511</b>	<b>235 725 122</b>

**Not 3 – Specifikation av värdeförändring på överlåtbara värdepapper**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2015	2014
Realiserat kursresultat	5 415 151	4 739 987
Realiserat valutaresultat	2 121 562	-799 573
Orealiserat kursresultat	-4 080 056	11 843 458
Orealiserat valutaresultat	6 613 993	28 443 040
<b>Summa</b>	<b>10 070 651</b>	<b>44 226 912</b>

**Not 4 – Specifikation av värdeförändring på OTC-derivatinstrument**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2015	2014
Realiserat kursresultat	-455 468	5 159 704
Orealiserat kursresultat	71 488	-611 767
<b>Summa</b>	<b>-383 980</b>	<b>4 547 937</b>

**Not 5 – Specifikation av värdeförändring på övriga derivatinstrument**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2015	2014
Realiserat kursresultat	469 042	622 628
Realiserat valutaresultat	-211 751	-32 244
Orealiserat kursresultat	-3 012	49 879
<b>Summa</b>	<b>254 279</b>	<b>640 263</b>

**Not 6 – Specifikation av ränteintäkter**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2015	2014
Korta ränteplaceringar	5 617	6 530
Bankkonton	-79	84
<b>Summa</b>	<b>5 538</b>	<b>6 614</b>

**Not 7 – Specifikation av utdelningar**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2015	2014
Utdelning	6 391 419	4 807 923
Kupongskatt	-384 829	-314 671
Restitution	123 272	68 965
<b>Summa</b>	<b>6 129 862</b>	<b>4 562 217</b>

**Not 8 – Specifikation av valutakursvinster och –förluster netto**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2015	2014
Valutaderivat	-23 557	2 425
Bankkonton	295 742	801 681
<b>Summa</b>	<b>272 185</b>	<b>804 106</b>

**Not 9 – Specifikation av övriga finansiella intäkter**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2015	2014
Premier utlånade aktier	40 509	33 930
Övriga finansiella intäkter	30 458	20 852
<b>Summa</b>	<b>70 967</b>	<b>54 782</b>

**Not 10 – Specifikation av övriga intäkter**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2015	2014
Kompensation från förvaltare	2 729	263
<b>Summa</b>	<b>2 729</b>	<b>263</b>

**Not 11 – Specifikation av förvaltningskostnad**Ersättning till Sjunde AP-fonden för förvaltning har betalats med 0,12% per år på det förvaltade kapitalet. Detta ger för året 2015 en förvaltningskostnad på **311 662 tkr (233 992 tkr)**.**Not 12 – Specifikation av övriga finansiella kostnader**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2015	2014
Premier aktieinlåning	-40 163	-37 297
Erlagd ersättning för utdelning vid inlåning av aktier	-112 376	-113 083
Övriga finansiella kostnader	-23 091	-14 947
<b>Summa</b>	<b>-175 630</b>	<b>-165 327</b>

**Not 13 – Specifikation av övriga kostnader**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2015	2014
Courtage	-39 290	-37 957
Transaktionsavgifter till BNY Mellon	-3 744	-3 501
<b>Summa</b>	<b>-43 034</b>	<b>-41 458</b>

AP7 Aktiefond | Årsberättelse 2015

Stockholm den 4 februari 2016



**Bo Källstrand**  
Ordförande



**Adine Grate Axén**  
Vice ordförande



**Gunnar Andersson**



**Kerstin Hermansson**



**Tonika Hirdman**



**Mats Kinnwall**



**Patrik Tolf**



**Rose Marie Westman**

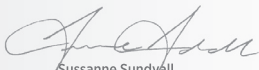


**Hellen Wohlin Lidgard**




**Richard Gröttheim**  
Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har avgivits den 5 februari 2016



**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

Vi har i egenskap av revisorer i Sjunde AP-fonden, organisationsnummer 802406-2302, utfört en revision av årsberättelsen för AP7 Aktiefond för år 2015.

#### Sjunde AP-fondens ansvar för årsberättelsen

Det är Sjunde AP-fonden som har ansvaret för årsberättelsen och för att lagen om allmänna pensionsfonder och Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersfonder tillämpats vid upprättandet och för den interna kontroll som Sjunde AP-fonden bedömer är nödvändig för att upprätta en årsberättelse som inte innehåller väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

#### Revisorernas ansvar

Vårt ansvar är att uttala oss om årsberättelse på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing och god revisionssed i Sverige. Dessa standarder kräver att vi följer yrkesetiska krav samt planerar och utför revisionen för att uppnå rimlig säkerhet att årsberättelsen inte innehåller väsentliga felaktigheter.


En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsberättelsen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsberättelsen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är relevanta för hur Sjunde AP-fondens upprättar årsberättelsen i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omständigheterna, men inte i syfte att göra ett uttalande om effektiviteten i Sjunde AP-fondens interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i Sjunde AP-fondens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den övergripande presentationen i årsberättelsen.


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

#### Uttalanden

Enligt vår uppfattning har årsberättelsen upprättats i enlighet med lagen om allmänna pensionsfonder samt Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersfonder och ger i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av AP7 Aktiefonds resultat och ställning.

Stockholm den 5 februari 2016

  
Sussanne Sundval  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

  
Peter Nilsson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

## Årsberättelse 2015

# AP7 Räntefond

Organisationsnummer 515602-3870

## Förvaltningsberättelse

### Placeringsriktning

AP7 Räntefond är en viktig komponent för att skapa en livscykelprofil i förvalsalternativet AP7 Såfa och därmed en byggsten i det allmänna pensionssystemets premiepensionssparande. Fonden ingår också i statens fondportföljer. 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

Placeringarna görs genom intern förvaltning och har under 2015 placerats passivt mot fondens jämförelseindex. Det innebär att placeringarna för närvarande i huvudsak utgörs av svenska statsobligationer och svenska säkerställda obligationer. Den modifierade durationen (se under förklaringar till nyckeltalen) i portföljen var 1,9 % vid utgången av 2015.

### Derivatinstrument

Derivatinstrument får enligt fondbestämmelserna användas som ett led i placeringsriktningen. Under 2015 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 2015 var totalavkastningen för AP7 Räntefond 0,8% (NAV-kursberäknad avkastning; se förklaring till nyckeltalen), vilket var 0,1 procentenheter sämre än jämförelseindex. De kupongrättor fonden fått i sina innehav är en starkt bidragande orsak till att avkastningen varit positiv.

Under 2015 har fonden tillförts 5,7 miljarder kronor genom att Pensionsmyndigheten placerat 2014 års pensionsrätter. Utflytet av kapital genom inlösen av andelar, främst på grund av att premiepensionssparare bytte till andra fonder, uppgick till 1,3 miljarder kronor.

### Fondens tio största innehav i % av fondkapitalet vid utgången av år 2015

Svenska staten 1051	12,7
Stadshypotek 1579	10,2
Stadshypotek 1580	10,0
Nordea Hypotek 5529	9,6
Swedbank Hypotek 187	9,0
Swedbank Hypotek 186	7,2
SEB 571	6,8
Swedbank Hypotek 185	6,5
Kommuninvest i Sverige 1708	5,4
SEB 570	5,2
<b>Summa tio största innehav</b>	<b>82,6</b>

## AP7 Räntefond | Årsberättelse 2015

## Nyckeltal

	2015	2014	2013	2012	2011	2010 <sup>1</sup>
<b>Fondförmögenhet (Mkr)</b>	22 083	17 532	12 689	8 872	6 657	6 034
Antal andelar (tusental)	197 823	158 315	117 791	83 793	64 649	60 605
Andelskurs (kr)	111,63	110,74	107,73	105,86	102,97	99,57
<b>Avkastning<sup>2</sup></b>						
Total NAV-kursberäknad (%)	0,8	2,8	1,8	2,8	3,4	-0,5
Jämförelseindex (%)	0,9	2,9	1,9	3,0	5,2	-0,3
<b>Genomsnittlig avkastning<sup>2</sup></b>						
2 år (%)	1,8	2,3	2,3	3,1	-	-
5 år (%)	2,3	-	-	-	-	-
Sedan fondstart (%)	2,0	2,2	2,1	2,2	-	-
<b>Riskmått<sup>2</sup></b>						
Totalrisk fonden (%)	0,7	0,8	0,9	0,8	-	-
Totalrisk jämförelseindex (%)	0,6	0,8	0,9	0,7	-	-
Aktiv risk (%)	0,1	0,1	0,1	0,6	-	-
Omsättningshastighet (%)	86,4	101,0	88,1	68,2	100,9	97,5
Modifierad duration (%)	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	1,8
<b>Avgifter</b>						
Förvaltningsavgift (%)	0,05	0,05	0,08	0,09	0,09	0,09
Årlig avgift (%)	0,05	0,05	0,08	0,09	0,09	0,09
Avgift insättning/uttag	Inga	Inga	Inga	Inga	Inga	Inga
<b>Transaktionskostnader</b>						
Totalt (Tkr)	24	10	9	9	7	18
Andel av omsättning (%)	0,00	0,00	0,04	0,00	0,00	0,00
Engångsinsättning 10 000kr (kr)	5,0	5,1	8,1	9,2	9,1	5,5

<sup>1</sup>Perioden för avkastningsberäkningarna 2010 startade den 24 maj 2010, när kapital från de avvecklade fonderna Premiesparfonden och Premievaldfonden hade överförts till AP7 Räntefond. Stängningskursberäknad avkastning 2010 utgår ifrån stängning den 24 maj, NAV-kursberäknad avkastning utgår ifrån stängning den 21 maj.

<sup>2</sup>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](http://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 2015 uppgick avgiften till 0,05 % per år av fondens förmögenhet. Transaktionskostnader såsom avgifter till depåbanker för värdepapperstransaktioner belastar AP7 Räntefond direkt och ingår inte i förvaltningsavgiften. Sjunde AP-fondens styrelse har beslutat att fr o m den 1 januari 2016 sänka förvaltningsavgiften för AP7 Räntefond till 0,04 % per år av fondförmögenheten.

## Förklaringar till nyckeltalen

Avkastnings- och riskberäkningar: AP7 Räntefonds 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 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 har köpts eller sålts i förhållande till fondförmögenheten. Beräknas

genom att det lägsta värdet av summa köpta och summa sålda värdepapper under perioden divideras med den genomsnittliga fondförmögenheten och anges i procent.

Årlig avgift (%): Avser fondens förvaltningsavgift, inklusive transaktionskostnader, som belastar 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](http://www.esma.europa.eu/system/files/10_674.pdf).

Transaktionskostnad: 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.

**Balansräkning**

Samtliga belopp i tusentals kronor

Not	2015-12-31		2014-12-31	
		%		%
<b>Tillgångar</b>				
1 Överlåtbara värdepapper	22 078 580	100,0	17 523 963	99,9
<b>Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde</b>	<b>22 078 580</b>	<b>100,0</b>	<b>17 523 963</b>	<b>99,9</b>
Bankmedel och övriga likvida medel	4 871	0,0	8 892	0,1
<b>Summa tillgångar</b>	<b>22 083 451</b>	<b>100,0</b>	<b>17 532 855</b>	<b>100,0</b>
<b>Skulder</b>				
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	876	0,0	660	0,0
Övriga skulder	0	0,0	0	0,0
<b>Summa Skulder</b>	<b>876</b>	<b>0,0</b>	<b>660</b>	<b>0,0</b>
2 Fondförmögenhet	22 082 575	100,0	17 532 195	100,0
<b>Poster inom linjen</b>		Inga		Inga

Som särskild bilaga finns en innehavsförteckning för samtliga finansiella instrument.

**Resultaträkning**

Samtliga belopp i tusentals kronor

Not	2015	2014
<b>Intäkter och värdeförändring</b>		
3 Värdeförändring på överlåtbara värdepapper	-488 848	-149 930
4 Ränteintäkter	634 209	508 085
<b>Summa Intäkter och värdeförändring</b>	<b>145 361</b>	<b>358 155</b>
<b>Kostnader</b>		
5 Förvaltningskostnader	-9 115	-6 555
6 Övriga kostnader	-24	-10
<b>Summa Kostnader</b>	<b>-9 139</b>	<b>-6 565</b>
Periodens resultat	136 222	351 590

**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 2015

**Not 1 – Överlåtbara värdepapper***Samtliga belopp i tusentals kronor*

	2015-12-31		2014-12-31	
		%		%
Överlåtbara värdepapper	22 078 580	100,0	17 523 963	100,0
<b>Summa Överlåtbara värdepapper</b>	<b>22 078 580</b>	<b>100,0</b>	<b>17 523 963</b>	<b>100,0</b>

**Not 2 – Förändring av fondförmögenhet***Samtliga belopp i tusentals kronor*

	2015-01-01	2014-01-01
	-2015-12-31	-2014-12-31
Fondförmögenhet vid periodens början	17 532 195	12 689 365
Andelsutgivning	5 749 871	5 075 993
Andelsinlösen	-1 335 713	-584 753
Periodens resultat enligt resultaträkning	136 222	351 590
<b>Fondförmögenhet vid periodens slut</b>	<b>22 082 575</b>	<b>17 532 195</b>

**Not 3 – Specifikation av värdeförändring på överlåtbara värdepapper***Samtliga belopp i tusentals kronor*

	2015	2014
Realiserat kursresultat	-219 196	-152 468
Orealiserat kursresultat	-269 652	2 538
<b>Summa</b>	<b>-488 848</b>	<b>-149 930</b>

**Not 5 – Specifikation av förvaltningskostnad**

Ersättning till Sjunde AP-fonden för förvaltning har betalats med 0,05 % per år på det förvaldade kapitalet. Detta ger för helåret 2014 en förvaltningskostnad på **9 115 tkr (6 555 tkr)**. I avgiften ingår ersättning till förvaringsinstitut för depåförvaring samt ersättning till Finansinspektionen för tillsyn.

**Not 6 – Specifikation av övriga kostnader***Samtliga belopp i tusentals kronor*

	2015	2014
Transaktionsavgifter till BNY Mellon	-24	-10
<b>Summa</b>	<b>-24</b>	<b>-10</b>

**Not 4 – Specifikation av ränteintäkter***Samtliga belopp i tusentals kronor*

	2015	2014
Obligationer	633 833	507 142
Korta ränteplasseringar	17	906
Ränta repor	359	37
<b>Summa</b>	<b>634 209</b>	<b>508 085</b>

Stockholm den 4 februari 2016



**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 5 februari 2016



**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

Vi har i egenskap av revisorer i Sjunde AP-fonden, organisationsnummer 802406-2302, utfört en revision av årsberättelsen för AP7 Räntefond för år 2015.

#### *Sjunde AP-fondens ansvar för årsberättelsen*

Det är Sjunde AP-fonden som har ansvaret för årsberättelsen och för att lagen om allmänna pensionsfonder och Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersfonder tillämpats vid upprättandet och för den interna kontroll som Sjunde AP-fonden bedömer är nödvändig för att upprätta en årsberättelse som inte innehåller väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

#### *Revisorernas ansvar*

Vårt ansvar är att uttala oss om årsberättelse på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt International Standards on Auditing och god revisionssed i Sverige. Dessa standarder kräver att vi följer yrkesetiska krav samt planerar och utför revisionen för att uppnå rimlig säkerhet att årsberättelsen inte innehåller väsentliga felaktigheter.

En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsberättelsen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsberättelsen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är relevanta för hur Sjunde AP-fonden upprättar årsberättelsen i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omständigheterna, men inte i syfte att göra ett uttalande om effektiviteten i Sjunde AP-fondens interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i Sjunde AP-fondens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den övergripande presentationen i årsberättelsen.

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

#### *Uttalanden*

Enligt vår uppfattning har årsberättelsen upprättats i enlighet med lagen om allmänna pensionsfonder samt Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersfonder och ger i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av AP7 Räntefondens resultat och ställning.

Stockholm den 5 februari 2016

Susanne Sundvall  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

Peter Nilsson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

# Utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2015

FINANSDEPARTEMENTET

9 mars 2015

## Innehållsförteckning

1. Angreppssätt för utvärderingen .....	1
2. AP-fondernas roll, utveckling och omvärld 2001-2015 .....	3
3. Sammanfattning och rekommendationer .....	11
4. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden .....	29
5. Grundläggande utvärdering av Andra AP-fonden .....	36
6. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden .....	43
7. Grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fonden .....	50
8. Grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fonden .....	57
9. Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden .....	63
10. Fördjupningsområde kring AP-fondernas riskhantering, kontroll och regelefterlevnad .....	69

# 1. Angreppssätt för utvärderingen

I januari 2012 fick McKinsey & Company uppdraget att genomföra den årliga utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2012-2015<sup>1</sup>.

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 2015 innefattar uppdraget den grundläggande utvärderingen samt en fördjupning inom riskhantering, kontroll och regelefterlevnad (compliance).

Den grundläggande utvärderingen av Första till Fjärde AP-fondernas verksamhet 2015 beskriver skillnader i fondernas förvaltningsmodell samt viktiga händelser under 2015, 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 2015.

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 2015. Buffertfondernas (Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna) gemensamma påverkan på inkomstpensionssystemet utvärderas över perioden 1 januari 2001 till 31 december 2015.

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 2015 utvärderas resultaten för fondens nya förvaltningsmodell under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2015 samt resultaten från fondens förvalsalternativ under perioden 1 januari 2001 till 31 december 2015.

Utvärderingen av fondernas verksamhet baseras på information från fondernas interna resultatuppföljningssystem för att möjliggöra analys av olika källor till den totala avkastningen.<sup>2</sup> Flera externa källor har också använts, till exempel för att sätta fondernas

<sup>1</sup> Finansdepartementet valde under 2015 att nyttja optionen till förlängning av avtalet med ett år, till att även omfatta år 2015

<sup>2</sup> 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)

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.

Utvärderingsarbetet har pågått från mitten av januari till början av mars 2016 och har genomförts i en kontinuerlig process med fonderna. I rapporten redovisas först AP-fondernas roll i inkomstpensionssystemet och utveckling i relation till omvärlden 2001-2015 (kapitel 2). Därefter 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 3). Vidare följer ett kapitel för var och en av fonderna som redovisar resultaten från den grundläggande utvärderingen per fond (kapitel 4-9). Rapporten avslutas med resultaten inom fördjupningsområdet avseende fondernas arbete med riskhantering, kontroll och regelefterlevnad (kapitel 10).

## 2. AP-fondernas roll, utveckling och omvärld 2001-2015

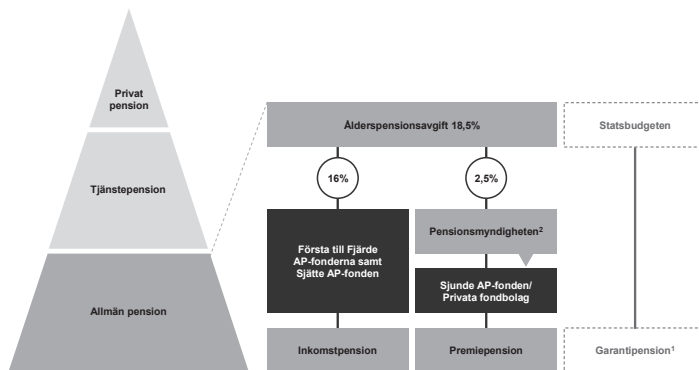
I det här kapitlet beskrivs AP-fondernas roll i det svenska pensionssystemet och buffertfondernas (Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna) utveckling 2001-2015, med fokus på deras påverkan på inkomstpensionssystemet samt hur de utvecklats i jämförelse med kapitalmarknaderna och ett urval av utländska statliga pensionsfonder.

### AP-FONDERNAS ROLL I DET SVENSKA PENSIONSSYSTEMET

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 1). De två andra delarna är tjänstepensionen, som är en tjänsteförmån från arbetsgivaren, och det privata sparandet.

Bild 1

#### AP-fondernas roll i svenska pensionssystemet



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

Dagens svenska system för allmän pension är resultatet av en bred partiuppställning från 1998 med syfte att reformera den då gällande folkpensionen och ATP. I dagens system betalas varje år 18,5% av den totala lönesumman in till allmän pension<sup>3</sup>, varav 16

<sup>3</sup> Av dessa 18,5% går maximalt 7,5 inkomstbasbelopp (SEK 435 750 år 2015) till pensionssystemet, medan ett eventuellt överskott går till statskassan



procentenheter går till att finansiera inkomstpensionen och resterande 2,5 procentenheter går till premiepensionen (sparas på individuella premiepensionskonton).

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 (16% av lönesumman) eller låna pengar för att betala ut inkomstpensionen.<sup>4</sup> 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 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 tillgångar). 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. Kombinationen av att inkomstpensionssystemet är avgiftsbestämt, att pensionsskulderna tar hänsyn till demografisk utveckling och att det finns en automatisk balansering gör systemet självförsörjande. Under 2015 har regeländringar genomförts 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 utjämnings- och ett dämpat balanstal har införts. Det

<sup>4</sup> Även premiepensionen är självfinansierad

dämpade balanstalet avviker från 1,0 med en tredjedel av balanstalets avvikelse från 1,0, vilket medför mindre svängningar i inkomstpensionerna.<sup>5</sup>

Buffertfonderna ska också verka självständigt och ha egna placeringspolicyer, ägarpolicyer 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).

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 830 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 förvalsalternativet (som också är valbart) fem ytterligare fondportföljer som kan väljas i konkurrens med de övriga omkring 830 fonderna av alla arbetstagare.<sup>6</sup> Dessa fem fondportföljer inkluderar de två byggstensfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond samt tre statliga fondportföljer som består av olika kombinationer av de två byggstensfonderna. Sjunde AP-fonden regleras i lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192).

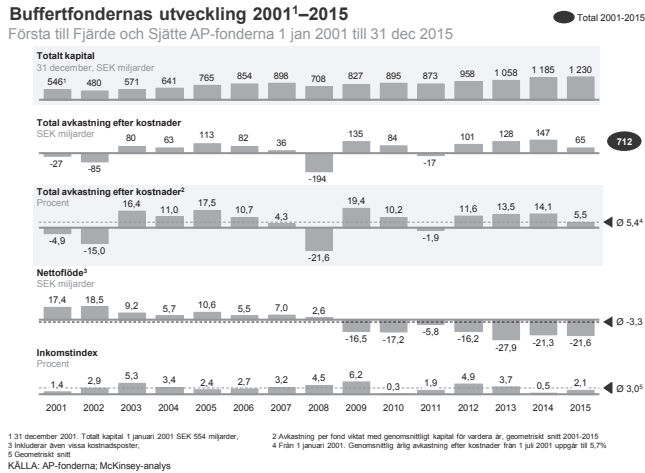
#### **BUFFERTFONDERNAS UTVECKLING OCH OMVÄRLD 2001-2015**

Sedan januari 2001 har buffertfondernas kapital växt från SEK 554 miljarder till SEK 1 230 miljarder och buffertfondernas avkastning efter kostnader har bidragit med SEK 712 miljarder av tillväxten. Det här motsvarar en genomsnittlig avkastning på 5,4% per år jämfört med inkomstindex som under samma period ökade med 3,0% per år. Buffertfonderna genererade 2015 en avkastning på SEK 65 miljarder efter kostnader. Nettoflödet har varit negativt varje år sedan 2009 till skillnad från tidigare år då buffertfonderna hade ett positivt nettoflöde (Bild 2). Under 2015 var nettoflödet SEK -21,6 miljarder. Enligt Pensionsmyndighetens prognoser kommer nettoflödet vara fortsatt negativt under de närmsta 5 åren, med i genomsnitt SEK -31,2 miljarder per år.

<sup>5</sup> Pensionsmyndigheten årsredovisning 2015

<sup>6</sup> Dessa fem fondportföljer är valbara på fondtorget, medan AP7 Såfa ligger utanför fondtorget

Bild 2



Fram till 2007 balanserade inkomstpensionssystemet varje år (balanstalet översteg 1,0) (Bild 3). 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%. 2008 och 2009 balanserade inte systemet (balanstalet understeg 1,0) framförallt till följd av att skulderna i systemet växte snabbare än avgiftstillgångarna. För att utjäma 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. 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 balanstal). 2015 års utveckling leder till att inkomstpensionen 2017 kommer att skrivas upp med 3,1%<sup>7</sup>.

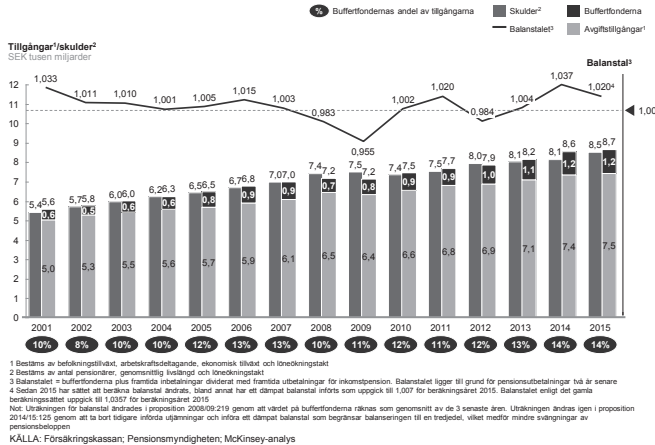
Detta tydliggör dynamiken i systemet där buffertfonderna utgör en mindre del av tillgångssidan och förändringar i pensionsskulden och avgiftstillgångarna har en stor påverkan på systemet som helhet. Dock har buffertfondernas betydelse för systemet ökat över tid då fonderna utgör en ökande andel av tillgångarna (från 10% år 2001 till 14% år 2015).

<sup>7</sup> Pensionsmyndighetens februariprognos, publicerad 19 februari 2016

Sammantaget under hela perioden 2001-2015 har buffertfonderna bidragit positivt till balansen i systemet genom att generera en avkastning som överstiger inkomstindex.

Bild 3

Utveckling av tillgångar och skulder i inkomstpensionssystemet



Buffertfonderna hade i slutet av 2015 45% av sitt kapital investerat i noterade aktier: 13% i svenska aktier, 26% i utländska aktier exklusive tillväxtmarknader och 6% i aktier i tillväxtmarknader. Av övriga 55% av kapitalet hade fonderna 32% investerat i räntebärande värdepapper, 23% i alternativa tillgångar<sup>8</sup> och 1% i övriga tillgångar<sup>9</sup> (Bild 4).

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 avkastningspremie jämfört med räntor<sup>10</sup>.

<sup>8</sup> 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.

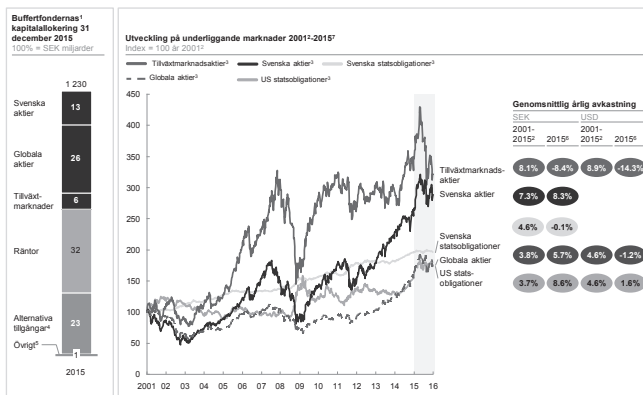
<sup>9</sup> Inkluderar t.ex. kassa, hedge och overlay

<sup>10</sup> 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)

2015 avkastade Stockholmsbörsen 8,3%, globala aktier 5,7% och aktier i tillväxtmarknader -8,4% mätt i svenska kronor. Under hela perioden 2001-2015 avkastade svenska aktier i genomsnitt 7,3% per år, globala aktier 3,8% per år och aktier i tillväxtmarknader 8,1% per år mätt i svenska kronor. Således har en hög andel svenska aktier och aktier i tillväxtmarknader under perioden 2001-2015 bidragit positivt till fondernas resultat.

Bild 4

Buffertfondernas allokering och utveckling på underliggande marknader



<sup>1</sup> AP 1-4 och AP 6; <sup>2</sup> 1 jan 2001 till 31 dec 2015; <sup>3</sup> Aktier: Stockholmsbörsen (SIX RX) | SEK, globala aktier (MSCI World) | SEK, obligationsindex Sverige (Svenska Statsobligationer 5 år) | SEK, utländskt obligationsindex (US 5 year Government bonds) | SEK, aktier i tillväxtmarknader (MSCI Emerging Markets) | SEK, 4 inkluderar AP 6

<sup>5</sup> Överlappmandat, TAA, etc.; <sup>6</sup> 3 januari 2014 till 2 januari 2015; <sup>7</sup> Total indatautveckling inklusive utdelning

KÄLLA: Datastream; McKinsey-analys

Buffertfondernas utveckling kan också jämföras med utländska statliga pensionsfonder (Bild 5). 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. Buffertfonderna har under den senaste tioårsperioden 2006-2015 genererat en något lägre avkastning än de utländska pensionsfonderna med en genomsnittlig årlig avkastning på 5,9% jämfört med ett genomsnitt på 6,4% för de jämförda fonderna<sup>11</sup>. Den senaste femårsperioden 2011-2015, var buffertfondernas avkastning också något lägre än genomsnittet för de jämförda fonderna (8,4% jämfört med 9,5%)<sup>12</sup>.

Buffertfonderna har 13% av portföljen i aktier i hemmamarknaden (10-18% i Första till Fjärde AP-fonderna). Det är i linje med de utländska pensionsfonderna i jämförelsen, som

<sup>11</sup> Baserat på fondernas rapporterade avkastning i lokal valuta, vilket bedöms mest relevant för att jämföra fondernas prestation givet deras mandat och hemmamarknad

<sup>12</sup> En jämförelse för 2015 är mindre relevant givet skillnader i räkenskapsår och datatillgänglighet

har omkring 5-25% av portföljen i aktier i sina respektive hemmamarknader.<sup>13</sup> 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 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 4). Den starka utvecklingen för svenska aktier är dels driven av underliggande marknadsutveckling och dels av valutautvecklingen.

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.

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% 2001-2005 till 10% 2010 och nu 21% 2015 (Bild 9). AP-fonderna har idag en liknande exponering mot alternativa investeringar som många andra utländska statliga pensionsfonder har (16-28%<sup>14</sup>). Fondernas ökade allokering till alternativa investeringar grundar sig delvis i fondernas arbete med att utveckla sina förvaltningsmodeller för att hitta ökade möjligheter till diversifiering och avkastning. AP-fondernas investeringar i alternativa investeringar har under tidsperioden bidragit positivt till totalavkastningen (i vissa av fonderna estimeras alternativa tillgångar haft en avkastning som varit omkring dubbelt så hög som övriga portföljen under perioden 2011-2015). Under 2015 bidrog alternativa investeringar med 1,9-2,6<sup>15</sup> procentenheter av fondernas totalavkastning<sup>16</sup>. Givet att AP-fonderna numera har en betydande andel av

<sup>13</sup> Baserat på tillgänglig publicerad data (alla fonder redovisar ej kring detta)

<sup>14</sup> CPP IB (Kanada), CDPQ (Kanada), ABP (Nederländerna) och CalPERS (Kalifornien)

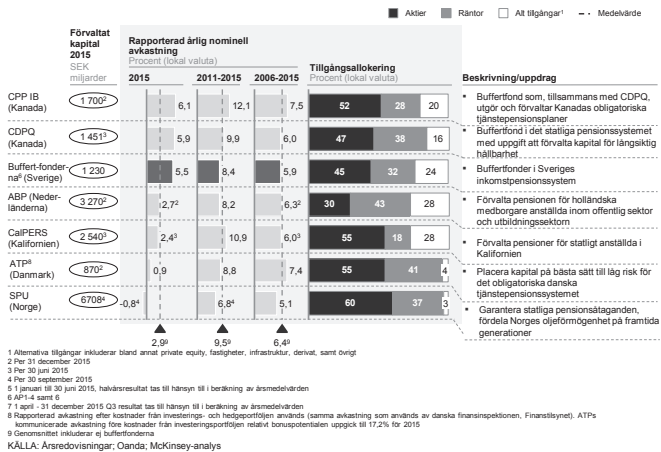
<sup>15</sup> Enligt fondernas årsredovisningar, se även Kapitel 4-7 (för AP3 har riskklassen inflation använts som proxy, för AP4 har fastigheter samt alternativa investeringar använts)

<sup>16</sup> Första till Fjärde AP-fondernas totalavkastning för 2015 varierade mellan 4,0% och 6,8%

kapitalet allokerat till alternativa tillgångar, bedömas det vara intressant att framåt analysera effekten av detta.

Bild 5

**Buffertfondernas avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder**



### 3. Sammanfattning och rekommendationer

Det här kapitlet sammanfattar först den grundläggande utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2015 i tre avsnitt: Första till Fjärde AP-fonderna, Sjätte AP-fonden och Sjunde AP-fonden. Därefter följer en sammanfattning av fördjupningsområdet kring AP-fondernas arbete med riskhantering, kontroll och regelefterlevnad (compliance). 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 2001<sup>17</sup>–2015**

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 hänsyn<sup>18</sup>. Fonderna har sedan 2008 successivt utvecklat sina förvaltningsmodeller och investeringsstrategier. Viktiga förändringar har genomförts avseende arbetssätt och relativt fokus på medelfristiga strategiska allokeringsbeslut i förhållande till kortsiktig aktiv förvaltning, omfattning av VD:s mandat att fatta strategiska investeringsbeslut, fördelning mellan intern och extern förvaltning och utveckling av fondernas hållbarhetsarbete.

Under 2015 har fonderna fortsatt att utveckla sina förvaltningsmodeller och investeringsstrategier och samtliga fonder har genomfört viktiga förändringar (Bild 6). Några gemensamma teman är fortsatt ökat fokus på alternativa tillgångar samt fortsatt arbete med integration av hållbarhet i förvaltningen.

Första till Fjärde AP-fondernas investeringar i alternativa tillgångar har ökat från 18% till 21% av totalt förvaltad kapital under 2015 med ökning i alla fonder förutom Fjärde AP-fonden. Ökningarna i Första, Andra och Tredje AP-fonderna har främst drivits av investeringar i fastigheter, infrastruktur och onoterade riskkapitalfonder i syfte att öka diversifieringen.

I tillägg har två av fonderna, Första och Andra AP-fonderna, implementerat reviderade långsiktiga målsättningar från och med den 1 januari 2015. Första AP-fonden har etablerat en målsättning i reala termer (4,0% per år över rullande tioårsperiod), i linje med övriga fonder, och Andra AP-fonden har sänkt sitt långsiktiga reala avkastningsantagande från 5,0% till 4,5% per år. Därmed har alla fonderna från 2015 långsiktiga målsättningar på mellan 4,0% och 4,5% per år i reala termer.

<sup>17</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>18</sup> Lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192), Propositionen om AP-fonden i det reformerade pensionssystemet (1999/2000:46)



Bild 6

**Viktiga händelser under 2015 för Första till Fjärde AP-fonderna**

<b>AP1</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Förändrat långsiktigt avkastningsmål från 5,5% nominellt till 4,0% årlig realt sen 1 januari 2015</li> <li>• Under året har 10 nya medarbetare anställts och 6 personer slutat, ytterligare 10 personer förväntas börja under 2016</li> <li>• Uppdaterat förvaltningsmodell bestående av en övergripande tillgångsfördelning som beslutas årligen av styrelsen och verkställt av fonden genom (i) en strategisk tillgångsfördelning (~10 års investeringshorisont), (ii) dynamisk allokering och operativ förvaltning (~0-5 års investeringshorisont)</li> <li>• Faktiska tillgångsallokeringen till aktier har minskat med -8 p.e. medan räntor och alternativa tillgångar ökat med +3 p.e. respektive +4 p.e. (främst inom infrastruktur och fastigheter)</li> <li>• Ny strategi för integrering av hållbarhet i förvaltningen, fokus på hållbarhet genom t.ex. lågt koldioxidavtryck inom noterade aktier.</li> <li>• Fonden har under året överskridit gränsen om maximalt 5% onoterade aktier – en handlingsplan har tagits fram och följs</li> <li>• Förändrat långsiktigt reallt avkastningsantagande från 5,0% till 4,5% per år sen 1 januari 2015</li> <li>• Minskat strategiska allokeringen till noterade aktier med -2 p.e. (till 45% av strategiska portföljen) och ökat alternativa investeringar med +2 p.e. (till 21% av strategiska portföljen)</li> </ul>
<b>AP2</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Faktiska tillgångsallokeringen till aktier och räntor har minskat med -7 p.e. medan övrigt och alternativa investeringar har ökat med +2 p.e. respektive +5 p.e. (till 24% av den faktiska portföljen) drivet av fastigheter (+2 p.e.), och kinesiska A-aktier (+1 p.e.)</li> <li>• Fortsatt fokus på hållbarhet genom t.ex. formalisering av ESG-strategi och avyttring i 28 kraftbolag</li> <li>• Fonden har under året överskridit gränsen om maximalt 5% onoterade aktier – en handlingsplan har tagits fram och följs</li> <li>• Under året har 5 personer anställts och 4 personer slutat</li> </ul>
<b>AP3</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exponeringen mot riskklasserna "Räntor och Valuta" minskade från 25% till 23% (-2 p.e.) respektive 24% till 23% (-1 p.e.) medan den ökade från 15% till 20% (+5 p.e.) mot riskklassen "Inflation, främst drivet av fastigheter och infrastruktur"</li> <li>• Sammanslagning av riskklasserna "Övrig exponering" och "Absolutavkastande strategier"</li> <li>• Fortsatt fokus på hållbar avkastning med hållbarhetsmål inom CO2-avtryck, gröna obligationer och strategiska hållbarhetsinvesteringar för 2018. Fonden avyttrade även sina innehav inom sektorn kol och fossila bränslen (MSCI-sektorn)</li> <li>• Under 2015 slutade 7 personer och 1 återanställdes. Ytterligare 4 medarbetare har anställts med start under 2016</li> </ul>
<b>AP4</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ökade andelen fondkapital inom strategisk förvaltning genom att förlänga placeringshorisonten för utvalda taktiska investeringar med drygt +6 p.e. (till 30% av totalt fondkapital) drivet av (i) Hållbarhetsinvesteringar +4,0 p.e., (ii) Svenska aktier +2,0 p.e., (iii) Fastigheter +1,4 p.e., och (iv) Övriga strategiska positioner -1,5 p.e.</li> <li>• Minskat exponeringen mot noterade aktier med -2 p.e., samtidigt ökat mot räntebärande och fastigheter med +1 p.e. vardera</li> <li>• Minskat exponeringen mot kreditobligationer med drygt -3 p.e., samtidigt ökat mot statsobligationer med motsvarande</li> <li>• Fortsatt stort fokus på hållbarhet och klimat genom PDC och kontinuerligt arbete med lågkoldioxidstrategier och koldioxidavtryck</li> <li>• Under året har 5 personer anställts och 6 personer slutat</li> </ul>

Källa: AP-fonderna; intervjuer; årsredovisningar; hemsidor; McKinsey-analys

AP-fondsutredningen (DS 2015:34 *Nya regler för AP-fonderna*), där förslag om nya regler för AP-fonderna presenterades (bland annat nya placeringsregler, skärpta krav på hållbarhet, hopslagning från fem till tre buffertfonder och styrning genom en ny gemensam huvudman), föranledde också att AP-fondernas ledningar spenderade tid under andra halvåret 2015 med remissvar.

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 7).<sup>19</sup> Det är dock viktigt att notera att orsaken till att Andra AP-fonden inte uppnått sitt avkastningsmål under den senaste tioårsperioden är att fonden haft ett högre avkastningsmål än övriga fonder. Fjärde AP-fonden haft högst genomsnittlig avkastning sedan starten (6,0% per år), under den senaste tioårsperioden (6,7% per år) samt under senaste femårsperioden (9,7% per år). Fjärde AP-fonden hade tillsammans med Tredje AP-fonden högst avkastning 2015 (6,8%).

Första AP-fonden har haft lägst genomsnittlig avkastning sedan starten 2001 (5,5% per år), under den senaste tioårsperioden (5,5%) och under den senaste femårsperioden

<sup>19</sup> 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)

(7,7%). Första AP-fonden hade tillsammans med Andra AP-fonden lägst avkastning (4,0% per år) 2015.

Totalt sett var snittet av fondernas avkastning 2015 (5,5%) i linje med genomsnittlig årlig historisk avkastning sedan starten 2001 (5,4%<sup>20</sup>). Däremot var skillnaderna mellan fonderna bland de största sedan starten vilket bedöms bero på att fondernas investeringsstrategier skiljer sig mer idag än för 5-10 år sedan. Första AP-fonden nådde en avkastning på 4,0%, Andra AP-fonden 4,0%, Tredje AP-fonden 6,8% och Fjärde AP-fonden 6,8%. Första AP-fonden hade framförallt ett sämre bidrag från globala aktier och aktier i tillväxtmarknader (omkring -1 procentenhets bidrag jämfört med omkring +1-2 procentenhets bidrag för Tredje och Fjärde AP-fonderna exklusive valutaeffekter). Andra AP-fonden hade framförallt ett sämre bidrag från valutaeffekter (omkring +/-0 procentenhets bidrag jämfört med omkring +2 procentenhets bidrag för Tredje och Fjärde AP-fonderna<sup>21</sup>).

Det bedöms också vara intressant att analysera fondernas risktagande i förvaltningen för att uppnå sin avkastning. En viktig risk fonderna är utsatta för och som styrs av fondernas val av investeringsstrategi är marknadsrisken<sup>22</sup>. Ett sätt att bedöma vilken marknadsrisk fonderna tagit i relation till sin uppnådda avkastning är att beräkna den så kallade "sharpekvoten"<sup>23</sup> som ett mått på den riskjusterade avkastningen. En analys av fondernas sharpekvoter försvaras av att fonderna har olika andel onoterade tillgångar i portföljen, vilka till skillnad från noterade tillgångar inte värderas dagligen och därmed drar ner portföljens volatilitet. Fondernas sharpekvoter har därför beräknats både för fondernas totalportföljer och likvidportföljer (den sistnämnda består endast av noterade tillgångar med dagliga värderingar).

De beräknade sharpekvoterna i den här rapporten kan avvika från fondernas egna redovisade värden då samma definition av riskfri ränta använts för samtliga fonder över hela tidsperioden 2001-2013 i syfte att öka jämförbarheten mellan fonderna över tid<sup>24</sup>. Historiskt har fonderna använt olika definitioner av riskfri ränta, men under de senaste

<sup>20</sup> 1 januari 2001

<sup>21</sup> Under 2015 har Första till Fjärde AP-fonderna haft en hög valutaexponering (23-31%) jämfört med tidigare år, men lägre än 2014. Första, Tredje och Fjärde AP-fonden rapporterar positivt nettobidrag på SEK 3-5 miljarder 2015 medan Andra AP-fonden rapporterar negativt nettobidrag på SEK -0,4 miljarder 2015. Notera att fonderna redovisar effekterna från valutaexponeringar på något olika sätt. Första, Tredje och Fjärde fonden redovisar valutaeffekterna separat medan Andra AP-fonden inkluderar de positiva effekterna från valuta per tillgångsslag och kostnaden för valutasäkring separat. Andra AP-fonden har dock förtydligt nettoeffekten av dessa i beskrivningen av valutaexponeringen så siffran blir jämförbar med övriga fonder

<sup>22</sup> 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 systemrisker

<sup>23</sup> Sharpekvoten beräknas som skillnaden mellan fondens avkastning och den riskfria räntan dividerat med fondens volatilitet och benämns oftast riskjusterad avkastning

<sup>24</sup> Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel 2001-10 och 2-årig svensk statsobligation 2011-13, samt antagande om 260 handelsdagar

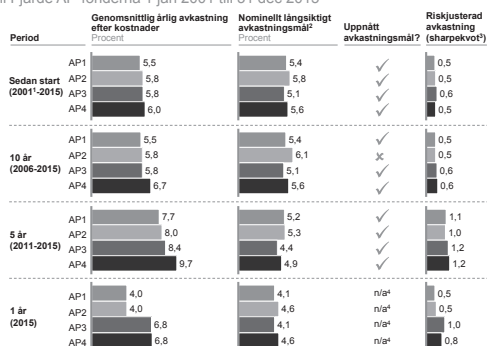
åren har fondernas definition konvergerat. Sedan 2014 har fonderna använt en gemensam definition av riskfri ränta<sup>25</sup>, vilken även använts i rapporten.

En analys av fondernas riskjusterade avkastning över tid, mätt som sharpekvot, 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 under 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 1,0–1,2 per år den senaste femårsperioden. Den höga genomsnittliga riskjusterade avkastningen, mätt som sharpekvot, under den senaste femårsperioden förklaras av att åren mellan 2011 och 2015 har varit starka år för fonderna sett ur ett historiskt perspektiv. Under 2015 var skillnaderna mellan fondernas riskjusterade avkastning större och varierade mellan 0,5 för Första och Andra AP-fonderna och 1,0 för Tredje AP-fonden som generade högst riskjusterad avkastning 2015 (varierade mellan 2,5 och 2,8 år 2014)<sup>26</sup>. Fjärde AP-fonden hade en riskjusterad avkastning på 0,8.

Bild 7

**Jämförelse mellan avkastning och mål Första till Fjärde AP-fonderna**

Första till Fjärde AP-fonderna 1 jan 2001 till 31 dec 2015



Not: Riskjusterad avkastning (sharpekvot) kan skilja sig från redovisade värden då olika riskfria räntor har använts i beräkningarna.  
 1 1 jan 2001  
 2 AP-fondernas långsiktiga mätning skiljer sig över tidsperioderna. AP1 har som mätning att nå en real avkastning på 4,0% sedan 2015, mellan 2001-14 var mätningen 5,5% nominellt. AP2 har som mätning att nå en real avkastning på 4,5% sedan 2015, mellan 2001-04 var mätningen 4% real, 2005-14 5% real. Mellan 2001-2008 omfattade mätningen den noterade andelen (95%) av portföljen för AP2. AP3 har som mätning att nå en real avkastning på 4,0%. AP4 har som mätning att nå en real avkastning på 4,5%.  
 3 Årets sharpekvoten för totalportföljen. Liknande mätningar för AP1-4 kan utläsas i jämförelser av livportföljers sharpekvot.  
 4 Ej applicerbar då avkastningsmålet föll upp på en period som överstiger ett år.  
 KÄLLA: Första till Fjärde AP-Fonden; McKinsey-analys

<sup>25</sup> En sammansatt ränteportfölj (YCGT0021) som år 2015 ger en riskfri ränta på 0,1184%

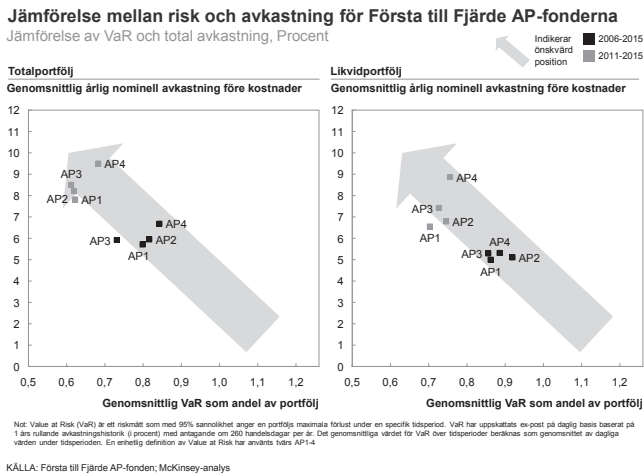
<sup>26</sup> Fondernas riskjusterade avkastning är lägre 2015 jämfört med 2014, framför allt drivet av lägre avkastning (volatiliteten har också varit något högre jämfört med 2014). Skillnaden i sharpekvot fonderna emellan är något större 2015 än 2014, givet större skillnader i avkastning.

Ett annat vedertaget riskmått är Value at Risk (VaR), som anger den maximala förlust som portföljen riskerar att göra under en dag.<sup>27</sup> 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 definition samt för både fondernas totalportföljer och likvidportföljer.

En analys av fondernas årliga avkastning i relation till VaR visar att Fjärde AP-fondens högre avkastning både i totalportföljen och i likvidportföljen har skapats genom att ta en högre risk uttryckt som VaR (Bild 8). Under den senaste tioårsperioden har skillnaderna i VaR varit små mellan fonderna, med något större skillnad under de senaste fem åren.

Även om volatilitet och VaR är vedertagna mått på risk, finns en debatt kring i vilken mån måtten är relevanta för att mäta risk för en pensionsfond med lång tidshorisont och utan solvenskrav.

Bild 8



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

<sup>27</sup> Med 95% sannolikhet. VaR drivs huvudsakligen av volatiliteten i marknaden, korrelationen mellan tillgångsslagen och positionsförändringar i portföljen

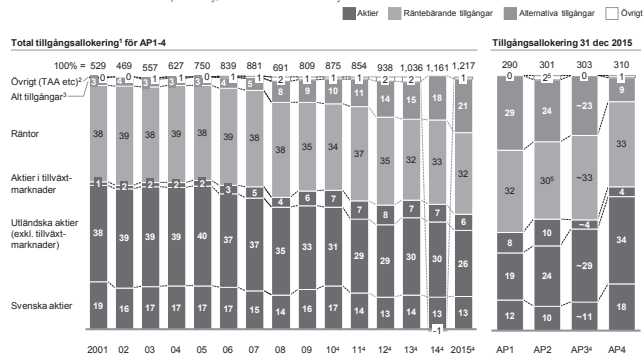
jämfört med sina respektive jämförelseportföljer. I denna rapport används en definition av aktiv avkastning för respektive fond som möjliggör historisk jämförbarhet men skiljer sig från vad vissa av fonderna själva idag kommunicerar som aktiv avkastning. Under 2015 samt under den senaste femårsperioden genererade samtliga fonder en positiv avkastning från sin aktiva förvaltning före kostnader. Resultaten från fondernas aktiva förvaltning presenteras mer detaljerat i kapitel 4-7 om respektive fond.

Första till Fjärde AP-fondernas aggregerade faktiska tillgångsallokering har förändrats över tid sedan starten 2001. Andelen svenska aktier har successivt minskat från 19% år 2001 till 13% 2015 (Bild 9). Fonderna har inom utländska aktier ökat andelen aktier i tillväxtmarknader successivt. Fonderna har också ökat sin exponering väsentligt mot alternativa investeringar från 3% 2001 till 21% 2015 och minskat allokeringen till räntebärande tillgångar från 38% till 32%. Fondernas aktieallokering skiljer sig från den globala aktiemarknaden, med övervikt i Sverige och undervikt i tillväxtmarknader (en så kallad "home bias" som beskrivs tidigare i årets utvärdering).

Bild 9

**Faktisk tillgångsallokering Första till Fjärde AP-fonderna**

% av fondernas faktiska portfölj; 100 % = SEK miljarder



1 Allt gemensamt tillgångsallokering  
2 Överensstämmer, TAA, etc.  
3 Alternativa tillgångar omfattar fastigheter, private equity, hedgefonder, konvertibler, jordbruk, infrastruktur mm.  
4 Tillgångsallokeringen för AP3 2010-15 är inkluderat då en exakt konvertering av räntebärande tillgångsklasser ej kan göras  
5 Tillgångsklassen "Övrigt" inkluderar ränteterminer motsvarande 1,7% av totala tillgångar under 2015. Enligt AP2s definition inkluderar dessa i tillgångsklassen "Räntor"  
KÄLLA: AP-fonderna; McKinsey-analys

Under 2015 fortsatte fonderna att öka sin allokering till alternativa investeringar. Fonderna begränsas dock av sina placeringsregler, som bland annat reglerar hur mycket fonderna får investera i onoterade aktier (maximalt 5% av det investerade kapitalet). För investeringar i fastigheter finns inga begränsningar, vilket fonderna utnyttjat för att öka andelen alternativa tillgångar. En jämförelse vid utgången av 2015 visar att skillnaderna mellan de individuella fondernas tillgångsallokering fortsatte att öka under året. Fjärde AP-fonden skiljer sig mest från de övriga tre fonderna. Fjärde AP-fonden har 56% av kapitalet investerat i noterade aktier, varav 18% av kapitalet investerat i noterade svenska

aktier, vilket är väsentligt högre än de andra fonderna. Som jämförelse har de tre andra fonderna mellan 38% och 44% av kapitalet investerat i noterade aktier, varav 10-12% investerat i noterade svenska aktier. Det finns idag även viktiga skillnader vad gäller fondernas allokering till alternativa tillgångar, där Första AP-fonden har högst andel med omkring 29% medan Fjärde AP-fonden har lägst andel med 9%. 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.

### **SJÄTTE AP-FONDEN 1997-2015**

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<sup>28</sup> är att uppnå hög avkastning med tillfredställande riskspridning genom att investera i onoterade bolag främst i Sverige. Sjätte AP-fonden är också en stängd fond utan in- och utflöden. Detta gör att fonden behöver arbeta med likviditetsplanering för att kunna göra uppföljningsinvesteringar i portföljbolag, nyinvesteringar och täcka löpande kostnader.

Under 2015 genomförde fonden följande viktiga förändringar:

- Fonden gjorde en ny saminvestering i Sivantos (tidigare Siemens Audiology Solutions). Under året börsintroducerades också Tobii, där fondens ägarandel före introduktionen var cirka 7%. I december 2015 annonserades även försäljningen av Volvofinans och försäljningen förväntas avslutas under andra halvåret 2016.
- Fonden gjorde även nya utfästelser till externa riskkapitalfonder om cirka SEK 2,5 miljarder, varav SEK 1,5 miljarder inom Norden och SEK 1,0 miljarder utanför Norden. Totalt utfäst, men ännu inte sysselsatt kapital till nya fonder, uppgår därmed till SEK 6,8 miljarder.
- Under året fortsatte fonden att utveckla sitt hållbarhetsarbete med fokus på miljö och klimatavtryck. Under året slutade fem personer (varav fyra arbetade inom investeringsverksamheten och en inom administration) och en person anställdes. Ytterligare en person anställdes med anställningsstart under 2016.
- Fonden implementerade ett nytt affärssystem (eFront) som kan hantera både fond- och företagsinvesteringar.

Fondens kapital uppgick vid utgången av 2015 till totalt SEK 26,4 miljarder, varav SEK 19,4 miljarder var investerat i fondens investeringsverksamhet och SEK 7,0 miljarder fanns i fondens likviditetsförvaltning<sup>29</sup>. Sjätte AP-fondens totala kapital har 1997-2015 vuxit med SEK 16,0 miljarder, vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 5,0% per år och 6,3% per år för investeringsverksamheten (Bild 10). Under perioden 2006-

<sup>28</sup> Sjätte AP-fondens uppdrag beskrivs lagarna 2000:193 och 2007:709 samt tillhörande förarbeten

<sup>29</sup> Inkluderar sedan 2012 noterade småbolag

2015, då en majoritet av fondkapitalet har varit investerat i fondens investeringsverksamhet, har Sjätte AP-fondens avkastning efter kostnader varit 5,7% per år och 6,3% för investeringsverksamheten. Det är lägre än fondens avkastningsmål, både det som gällde fram till och med 2011 och det nya målet som gäller från 2012, och även lägre än flera externa aktiemarknadsindex för medelstora och små svenska bolag. Fondens avkastning var dock högre än inkomstindex.

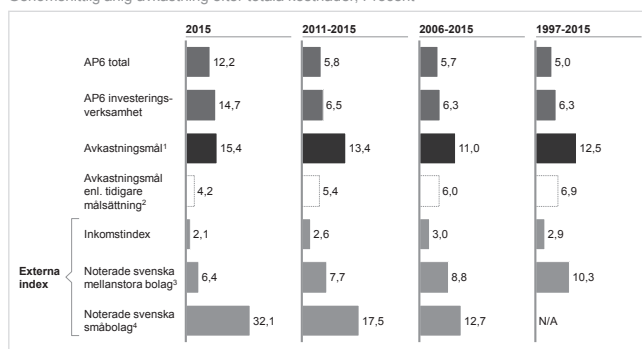
Det avkastningsmål som infördes 2012 är anpassat för den nya investeringsstrategin som beslutades 2011, vilket gör avkastningsmålet mindre relevant för perioden före 2012. Det är värt att notera att fondens totala avkastning även påverkas av att fonden är stängd och förvaltar en likviditetsreserv samt att fondens investeringar i noterade 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.

Bild 10

SJÄTTE AP-FONDEN

**Resultat Sjätte AP-fondens totala portfölj**

Genomsnittlig årlig avkastning efter totala kostnader; Procent



<sup>1</sup> Nya avkastningsmål sedan 2012: SIX Nordic 200 Cap GI (genomsnittligt SIX Nordic All-Share) + riskpremie om 2,5% baserat på fondens riskprofil och basissallokering  
<sup>2</sup> Baserat på den målsättning som användes 2003-11: 4,5 % plus reporänta. Före 2003 var målet ett börsindex. Under 2015 var reporäntan -0,25%, under 2011-2015 var reporäntan 0,88%  
under 2006-2015 var reporäntan 1,25% samt under 1997-2015 var reporäntan 2,38%  
<sup>3</sup> Total avkastning för MSCI Swedish Mid cap (för svenska mellanstora bolag)  
<sup>4</sup> Total avkastning för MSCI Swedish Small cap (för svenska småbolag)

KÄLLA: Sjätte AP-fonden; McKinsey-analys

Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet genererade under perioden 2011-2015 en avkastning efter kostnader på 6,5% per år (Bild 10). 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-

2015) har dock även fondens investeringar i tillväxtbolag genererat en positiv avkastning (inom företags- och fondinvesteringar).

Fondens kostnader under 2006-2015 har varierat mellan SEK 120 och 180 miljoner per år (0,5%-1,0% av förvaltad kapital per år). Variationen i kostnaderna har främst drivits av variation i externa förvaltningskostnader för noterade småbolag (kostnaden var som högst år 2007 och har sedan dess haft en nedåtgående trend) 2015 uppgick fondens totala kostnader till SEK 127 miljoner (0,5%), varav SEK 106 miljoner utgjordes av interna förvaltningskostnader och gemensamma kostnader.

### **SJUNDE AP-FONDEN 2001-2015**

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 Såfa<sup>30</sup> 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 830 fonder. Målet för AP7 Såfa är att generera en avkastning som överstiger premiepensionsindex<sup>31</sup> och målet för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond är att slå sina respektive jämförelseindex.

Under 2015 har Sjunde AP-fonden genomfört flera förändringar. Fonden har under året minskat hävstången från 50% till 25%. Styrelsen beslutade att justera ned hävstången på några års sikt med hänsyn till börsens nuvarande värderingar samt fondens risktolerans. Fonden har fortsatt utveckla arbetet med risk, kontroll och regelefterlevnad genom ökat fokus på riskhantering i första linjen där fonden förstärkt resurserna och anställt fyra medarbetare i investeringsorganisationen under 2014. Fonden har även vidareutvecklat sin processtyrning och stärkt den oberoende rollen för fondens Chief Risk Officer och Compliance Officer, samt vidareutvecklat rutiner och processer inom exempelvis dokumentation av processer, rapportering till ledning och styrelse och uppdatering av regelverk och policys. Under året har fonden även fortsatt arbetet med hållbarhet genom utveckling av ESG-arbetet samt integrering med förvaltningen. Som en del av ESG-arbetet har fonden under året valt att fokusera på klimat som ett tema (i tillägg till 2014 års tema riskkapital; 2016 års tema är vatten). Fondens ledning har, i likhet med övriga

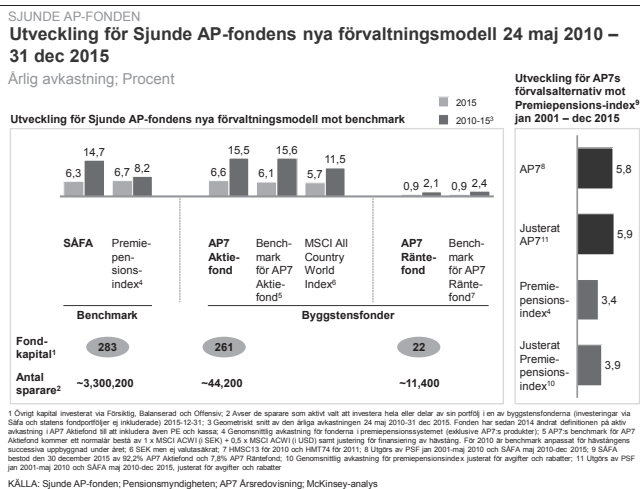
<sup>30</sup> Såfa står för Statens Årskullförvaltningsinitiativ. Statens icke-valsalternativ var fram till maj 2010 Sjunde AP-fondens Premiesparfond. Såfan kan också aktivt väljas

<sup>31</sup> Premiepensionsindex definieras som den genomsnittliga fondavkastningen i premiepensionssystemet exklusive AP7:s produkter genom hela rapporten



AP-fonder, under andra halvåret spenderat tid på remissvar gällande AP-fondsutredningen.

Bild 11



Sjunde AP-fonden förvaldade vid slutet av 2015 33,8% av totala premiepensionssystemets kapital, vilket motsvarar SEK 283 miljarder. Under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2015 genererade förvalsalternativet SÄfa i genomsnitt en avkastning på 14,7% per år, medan premiepensionsindex hade en genomsnittlig avkastning på 8,2% per år. 2015 var avkastningen på SÄfa 6,3%, jämfört med 6,7% för premiepensionsindex.

Under hela perioden 2001-2015 har därmed Sjunde AP-fondens förvalsalternativ<sup>32</sup> i genomsnitt avkastat 2,4 procentenheter mer än premiepensionsindex per år (5,8% respektive 3,4% per år). Justerat för rabatter har Sjunde AP-fondens förvalsalternativ haft en genomsnittlig avkastning om 5,9%<sup>33</sup> per år och premiepensionsindex en avkastning om 3,9%<sup>34</sup> per år. AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond genererade under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2015 en lägre avkastning än respektive jämförelseindex (Bild 11).

<sup>32</sup> Premiesparfonden jan 2001-maj 2010 och SÄfa maj 2010- dec 2013

<sup>33</sup> 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 SÄfa alltid legat under det fria uttaget om 0,15%. Den genomsnittliga förvaltningsavgiften har under perioden 2001-2013 varit 0,32%

<sup>34</sup> Fonderna i premiepensionssystemet (SÄfa och statens fondportföljer ej inkluderade) har under perioden 2001-2013 haft en genomsnittlig årlig förvaltningsavgift om 0,89% med en genomsnittlig rabatt om 54%

Den aktiva avkastningen 2015 för Sjunde AP-fondens Aktiefond respektive Räntefond var 56 respektive -1 baspunkter. För perioden 24 maj 2010 till 31 december 2015 var den aktiva avkastningen för Aktiefonden respektive Räntefonden i genomsnitt 4 respektive -31 baspunkter per år. Räntefonden har förvaltats passivt sedan 2012.<sup>35</sup>

Fondbolagets faktiska kostnader, inklusive courtage för Aktiefonden, som andel av kapital för Aktiefonden och Räntefonden 31 december 2015 uppgick 2015 till 0,08% (0,08% 2014) för AP7. Förvaltningsavgiften för AP7 Aktiefond respektive AP7 Räntefond uppgick 2015 till 0,12% (0,12% 2014) respektive 0,05% (0,05% 2014) av fondens förmögenhet. Genomsnittlig förvaltningsavgift hos de 830 fonder som ingick i premiepensionssystemet 31 december 2015 var 0,92% (0,31% efter rabatter).

### **AP-FONDERNAS RISKHANTERING, KONTROLL OCH REGELEFTERLEVNAD**

I årets utvärdering har en fördjupad analys av fondernas arbete med riskhantering, kontroll och regelefterlevnad (compliance) genomförts. Syftet med fördjupningsarbetet är att beskriva hur AP-fonderna arbetar med riskhantering, kontroll och regelefterlevnad och belysa viktiga likheter och skillnader mellan fonderna. Dessutom görs jämförelser med andra ledande institutionella investerare inom valda områden för att bedöma i vilken utsträckning AP-fonderna skiljer sig från övriga kapitalförvaltningsbranschen. Fördjupningen omfattar Första till Fjärde AP-fonderna samt Sjunde AP-fonden. Sjätte AP-fonden inkluderas ej i årets fördjupningsarbete, givet fondens annorlunda roll, inriktning och regelverk. Det är dock viktigt att poängtera att det även finns skillnader mellan Första till Fjärde och Sjunde AP-fonden som bör beaktas vid en jämförelse mellan fonderna. Framförallt skiljer sig Sjunde AP-fonden gentemot de övriga fonderna då fonden har en annan roll i pensionssystemet och delvis styrs av andra regelverk samt har en annan förvaltningsmodell och något mindre fondkapital. I Kapitel 10 återfinns de fullständiga resultaten från analysen.

Analysen fokuserar på fondernas arbete med riskhantering utifrån fem områden: riskstrategi, organisation och styrning, processer och systemstöd, kompetensutveckling och samarbeten samt utveckling och prioriteringar framåt. Fondernas arbete med kontroll och regelefterlevnad analyseras utifrån fyra områden: översikt över styrande regelverk för AP-fonderna, AP-fondernas efterlevnad av regelverken, skillnader i regelverk jämfört med svenska privata institutionella investerare (exempelvis livförsäkringsbolag och fondbolag) samt AP-fondernas frivilliga regelefterlevnad utöver de styrande regelverken.

Information har inhämtats via ett stort antal intervjuer med AP-fonderna (totalt ca 30 intervjuer) och analys av tillgänglig intern och extern dokumentation. Det är viktigt att notera att analysen fokuserar på ett urval av ”markörer” som ger förutsättningar för och

<sup>35</sup> Negativ avvikelse från jämförelseindex 2015 till följd av att jämförelseindex ej gick att replikera fullt ut

kan bidra till god riskhantering, kontroll och regelefterlevnad. *Analysen är dock inte heltäckande (och ser inte till specifika innehav) och den ger inte svar på om fonderna kommer vara framgångsrika i sin riskhantering, kontroll och regelefterlevnad.*

Baserat på analysen av de utvalda ”markörerna” bedöms att samtliga AP-fonder har en hög ambitionsnivå kring arbetet med risk, kontroll och regelefterlevnad och att fonderna under de senaste åren har tagit viktiga steg för att etablera professionella risk- och compliancefunktioner. Sammantaget bedöms att AP-fonderna utifrån detta har kommit ungefär lika långt i arbetet med risk, kontroll och regelefterlevnad samt att fonderna håller en standard i linje med andra ledande statliga pensionsfonder och privata institutionella investerare<sup>36</sup>.

I sitt arbete med riskhantering har AP-fonderna många likheter sinsemellan, men det finns också skillnader. Likheterna består exempelvis i att fonderna identifierar samma typ av huvudsakliga risker och att finansiella risker hanteras och mäts på liknande sätt i linje med internationell standard i kapitalförvaltningsbranschen. Vidare finns det likheter i organisation då samtliga fonder har separerat risk och compliance från förvaltningen för att skapa oberoende. Samtliga fonder har också under 2014-2015 fokuserat på uppgradering av systemstöd för riskhantering till system som anses vara branschstandard och höjt sin kvant- och systemkompetens hos personalen. Samtliga fonder samarbetar också med varandra genom olika samarbetsforum (exempelvis risk- och avkastningsanalys och juridik) och har internationella utbyten (exempelvis deltagande i branschkonferenser).

Det finns även skillnader i fondernas arbete med riskhantering, till exempel vad gäller hantering av operativa risker, organisation, styrning, processer samt rapportering till styrelse. AP-fonderna har de senaste åren fokuserat på att utveckla sitt arbete med operativa risker och flera av fonderna har inspirerats av Finansinspektions föreskrifter om operativa risker. Operativa risker är bredare i sin definition än finansiella risker och hanteras och mäts olika tvärs AP-fonderna (jämför med finansiella risker som hanteras och mäts liknande tvärs fonderna), vilket också är i linje att privata institutionella investerare som också visar stor variation i definition och hantering av operativa risker. Samtliga fonder identifierar operativa risker och har någon typ av årlig självvärdering och rapportering av dessa inklusive rapportering av incidenter som klassas som operativa (exempelvis överträdelse av interna riskmandat eller av andra interna regelverk). Däremot skiljer sig fonderna avseende detaljrikedom i klassificeringen av operativa risker där Andra, Sjunde och delvis Tredje AP-fonden har en mer detaljerad riskklassifikation. Vidare skiljer sig metodiken för hur fonderna genomlyser operativ risk i processer där Första och Andra AP-fonden har etablerat formaliserade organ (kallat Processgruppen eller Processledningsorganisationen) för genomlysning av utvalda processer och Sjunde AP-fonden gör kontroller av utvalda processer över året baserat på en riskkartläggning. Andra AP-fonden har utvecklat sitt arbete med operativa risker över flera år, bland annat

<sup>36</sup> För mer detaljer om hur dessa arbetar läs Kapitel 10 som beskriver detta för respektive område

med hjälp av externa konsulter, och har arbetat upp en tydlig systematik för processrisker som inkluderar kartläggning, prioritering, ansvar, genomlysning och rapportering.

Ytterligare en skillnad är att fonderna har valt två olika organisationsmodeller för riskfunktionen, även om båda modellerna är oberoende från investeringsverksamheten. Första och Tredje AP-fonden har kombinerat riskfunktionen med administrationen medan Andra, Fjärde och Sjunde AP-fonderna har en renodlad riskfunktion. Samtliga fonders riskchef<sup>37</sup> rapporterar direkt till VD (även om Första AP-fondens riskchef inte organisatoriskt befinner sig direkt under VD så finns en direktrapportering i relevanta forum). Bland internationella statliga pensionsfonder finns det en stor bredd i val av organisationsmodell för riskfunktionen, bland annat drivet av olika förutsättningar såsom förvaltningsmodell och storlek, men där bästa praxis anses vara att ha en renodlad riskfunktion.

Vidare finns det skillnader i hur fondernas styrelser arbetar med risk. Andra AP-fonden har både ett risk- och ett revisionsutskott, Fjärde AP-fonden har ett riskutskott (men inget revisionsutskott) och Första, Tredje och Sjunde AP-fonderna har ett revisionsutskott som också behandlar risk. Fonderna som inte har ett riskutskott har diskuterat om de ska etablera ett separat riskutskott, men gjort bedömningen att det inte är rätt för deras fonder i dagsläget, bland annat på grund av att det skulle vara samma personer i ett riskutskott som i nuvarande revisionsutskott och begränsningar i fondernas möjlighet att arvoda mer styrelsearbete i utskott. Sjunde AP-fonden har också ett konjunkturråd som består av utvalda personer ur styrelse och ledning som fokuserar på riskbedömningen för hävstången. De flesta privata svenska institutionella investerare har ett revisionsutskott som också behandlar risk i likhet med Första, Tredje och Sjunde AP-fonderna.

Alla fonder utom Andra AP-fonden följer principen om tre försvarslinjer<sup>38</sup>, men Fjärde AP-fonden har ännu inte upphandlat extern internrevision (beslut togs 2015). Styrelsen i Andra AP-fonden har diskuterat frågan om tre försvarslinjer i styrelsen och med revisorer, men inte funnit något behov för att aktivera tredje linjen ännu. Andra, Tredje och Sjunde AP-fonderna har formaliserade organ för dialog om risk i ledningen, som kallas riskhanteringskommitté eller dylikt, där fonderna samlar alla riskfrågor med relevanta personer ur ledningen. Första och Fjärde AP-fonderna beaktar samma riskfrågor, men lyfter dem i olika organ beroende på typ av fråga. AP-fondernas riskrapportering till styrelse visar också på viss variation i innehåll och framställning, exempelvis huruvida materialet täcker samtliga risktyper och är samlat samt ger en tydlig sammanfattning eller inte. Avseende riskrapportering bedöms fonderna kunna lära av bästa praxis från privata institutionella investerare.

<sup>37</sup> Ansvarig för risk. Benämns oftast Riskchef eller Chief Risk Officer (CRO)

<sup>38</sup> Principen skiljer mellan funktioner som äger risk och regelefterlevnad (första linjen), funktioner för övervakning och kontroll (andra linjen) och funktioner för oberoende granskning (tredje linjen)

AP-fondernas arbete med kontroll och regelefterlevnad präglas av de regelverk som styr fonderna. AP-fonderna regleras först och främst genom lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (APL) som lämnar stor självständighet och tolkningsutrymme. Sjunde AP-fonden regleras också av APL men hänvisas i vissa delar till lag (2004:46) om värdepappersfonder (LVF). Givet att APL lämnar stor självständighet och tolkningsutrymme (exempelvis har Första till Fjärde AP-fonderna ingen tillsynsmyndighet och fondernas risktolerans styrs av att ”den totala risknivån skall vara låg”) är en utvärdering av regelefterlevnad svår att genomföra och baseras på fondernas egna rapporterade incidenter. APL har dock ett antal specifika regler, exempelvis placeringsreglerna, som är enklare att utvärdera. Sett till vad fonderna har rapporterat gällande regelefterlevnad har under 2015 Första och Andra AP-fonderna överskridit placeringsregeln om max 5% onoterade tillgångar enligt APL<sup>39</sup> vilket har fortsatt in i januari och februari 2016. Överträdelserna har inte varit drivna av aktiva investeringsbeslut utan av marknadsvärdesförändringar på andra innehav eller valutaförändringar. Fonderna har informerat ledning och styrelse och har åtgärdsplaner på plats som rapporteras till styrelse.

AP-fonderna påverkas också som aktörer på de finansiella marknaderna av trender i kapitalförvaltningsbranschen – bland annat ökat fokus på compliance. Detta syns genom att compliance har fått ett ökat fokus även hos AP-fonderna under de senaste åren och resulterat bland annat i tydligare rollbeskrivningar, utökade arbetsområden och mer resurser. Viss annan myndighetsreglering gäller också för AP-fonderna, men i mindre utsträckning än andra myndigheter och då främst på rent administrativa områden. Vidare måste samtliga fonder följa delar av nationella och internationella finansmarknadsregler för att handla på marknadsplatser.

I en jämförelse mellan AP-fondernas regelverk och regelverk för privata institutionella investerare är det viktigt att beakta att olika professionella investerare lyder under olika regelverk beroende på verksamhetens syfte och form. Första till Fjärde AP-fondernas regelverk har en lägre grad av detaljering jämfört med privata institutionella investerare så som pensions- och värdepappersfonder eller försäkringsbolag. Den lägre graden av detaljering kan motiveras av tre viktiga skillnader i syfte och form: AP-fonderna förvaltar inte enskilda privatpersoners kapital (saknar konsumentkontakt), är en myndighet (behöver ej hantera ägare av fondandelar) och är inte kritiska för stabiliteten i det finansiella systemet (jämför bankers hantering av betalningar och finansiering till företag och hushåll). Regelverken skiljer sig både inom kontroll, rapportering och uppföljning (exempelvis privata aktörer måste redovisa och rapportera enligt FFFS (2013:9) och är under Finansinspektionens tillsyn) samt inom placeringsregler (exempelvis privata aktörer skall ha ”lämplig fördelning av placeringar” med hänsyn till vald riskprofil). Sjunde AP-fondens regelverk är mer detaljerat då fonden styrs av LVF på vissa delar, exempelvis placeringsregler samt tillsyn under Finansinspektionen. Detta är naturligt

<sup>39</sup> Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (APL) innehåller placeringsregler som bland definierar att fonderna max får ha 5% av tillgångarna i onoterade innehav

givet att Sjunde AP-fonden förvaltar privatpersoners enskilda kapital och agerar mer likt andra privata institutionella investerare.

Som aktör på de finansiella marknaderna påverkas AP-fonderna av nuvarande och kommande regelverk även om regelverken inte alltid är direkt tillämpliga. Ledning och styrelse i samtliga AP-fonder är måna om att hålla sig à jour och agera likt privata aktörer på de finansiella marknaderna. Sjunde AP-fonden har fattat ett styrelsebeslut om att följa LVP fullt ut för relevanta delar utöver lagstadgade delar, exempelvis intern organisation. Samtliga fonder har inspirerats av icke styrande regelverk, exempelvis för att utforma risk- och compliancefunktioner och interna regelverk över anställdas affärer eller policy för gåvor, representation och andra förmåner. Vidare har fonderna visst samarbete mellan fonderna kring regelverk exempelvis gemensam utredning av EMIR<sup>40</sup> och MiFiD 2<sup>41</sup>.

## REKOMMENDATIONER BASERAT PÅ ÅRETS UTVÄRDERING

Baserat på resultaten från den grundläggande utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2015 samt den fördjupade analysen kring fondernas riskhantering, kontroll och regelefterlevnad har nio rekommendationer tagits fram. Rekommendationerna bedöms viktiga att diskutera för att fortsätta utveckla fondernas verksamhet framåt. Några av rekommendationerna bygger på observationer som också återfunnits i tidigare års utvärderingar och som har aktualiserats igen till följd av utvecklingen under 2015.

1. **Se över Första till Fjärde AP-fondernas placeringsregler.** Frågan kring placeringsregler för Första till Fjärde AP-fonderna har återigen aktualiserats under 2015 och bör ses över för att optimera förutsättningarna att skapa maximal avkastning till låg risk framåt. Första och Andra AP-fonderna har överskridit maxgränsen 5% onoterade tillgångar till följd av ändringar i marknadsvärden och den rådande låga räntemiljön gör att fonderna närmar sig minimumgränsen på 30% för investeringar i räntebärande papper (32% vid utgången av 2015) och flera av fonderna uttrycker oro för att nå sina långsiktiga avkastningsmål under de närmsta åren givet lågräntemiljön. Detta kombinerat med hög volatilitet på aktiemarknaderna kan bidra till att AP-fonderna ökar sina innehav i alternativa investeringar med högre risk – mer än vad som skulle vara optimalt för den långsiktiga riskjusterade avkastningen med andra placeringsregler – för att nå sina avkastningsmål. Placeringsreglerna skiljer sig från många andra ledande statliga pensionsfonder och är oförändrade sedan 2001.

<sup>40</sup> European Market Infrastructure Regulation (EMIR) är en EU reglering för att öka stabiliteten för OTC-derivat marknader i EU och började gälla augusti 2012 (Regulation (EU) 648/2012)

<sup>41</sup> Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC ("MiFiD") är en EU-lag som harmoniserar regleringarna av investeringar för EU-länder samt Island, Norge och Lichtenstein. Syftet är att öka konkurrensen och konsumentskyddet. MiFiD 2 är en vidareutveckling som skulle gälla från och med 2017 men har försenats till 2018.

2. **Inför en gemensam och tydlig klassificering av alternativa tillgångar för Första till Fjärde AP-fonderna.** Alternativa tillgångar har växt från omkring 10% år 2010 till omkring 21% år 2015 av det totala förvaltade kapitalet för Första till Fjärde AP-fonderna och uppgår idag till omkring SEK 256 miljarder. Samtidigt har fonderna utvecklat sina förvaltningsmodeller. Definitionen av alternativa tillgångar är idag inte helt konsistent (exempelvis definitionen av onoterade innehav). För att göra det mer transparent för omvärlden bör AP-fonderna överväga att upprätta en gemensam definition och klassificering av alternativa tillgångar och redovisa dem därefter.<sup>42</sup>
3. **Se över Sjätte AP-fondens strategi för likviditetshandling och avkastningsmål.** Sjätte AP-fonden har inte uppnått sin målsättning på kort och medellång sikt. Samtidigt växer fonden och har en allt större likviditetsportfölj (i slutet av 2015, 27% av totalt kapital motsvarande SEK 7,0 miljarder) med begränsade möjligheter att placera de likvida medlen för att uppnå hög avkastning. Givet att fonden är stängd i kombination med att det finns en oförutsägbarhet i riskkapitalinvesteringar (fondinvesteringar görs via utfästelser med fördröjning i när kapitalet sätts i arbete och direktinvesteringar görs när attraktiva möjligheter ges på en illikvid marknad) är det naturligt att fonden har en stor likviditetsportfölj. Fondens mål att avkasta mer än ett börsindex med en premie blir dock mer utmanande att uppnå när en betydande del av fondens kapital inte är investerat i riskkapitalmarknaden. Frågan kan också aktualiseras ytterligare de närmaste åren givet att fonden annonserat flera stora försäljningar och att konkurrensen kring riskkapitalinvesteringar har ökat sedan fonden startades. Det bedöms därför finnas ett behov av att se över Sjätte AP-fondens strategi för hantering av likviditetsportföljen, samt säkerställa att fondens avkastningsmål är så relevant som möjligt givet fondens förutsättningar. Att fonden blir allt större aktualiserar även frågan kring att se över bredd i geografiskt fokus, för att säkerställa tillgång till intressanta investeringsmöjligheter i tillräcklig omfattning.
- 4-9. **Fortsätt utveckla fonderas riskhantering och compliance med fokus på operativa risker, styrning och organisation, riskfunktionens roll, rapportering, inspiration från privata aktörers regelverk och samarbeten.** Årets fördjupningsarbete visar att AP-fonderna, liksom hela kapitalförvaltningsbranschen, befinner sig på en utvecklingsresa och har under de senaste åren etablerat professionella risk- och compliancefunktioner. Framåt bör fonderna fortsätta ha en ambitiös ansats för vidare utveckling, inspirerad av andra ledande institutionella investerare. Baserat på årets fördjupning bedöms fonderna inom ramen för fortsatt utveckling ha möjlighet att:
  4. **Fortsätta utveckla systematiken i arbetet med operativa risker;** fonderna har utvecklat sin hantering av operativa risker, men fonderna kan exempelvis utveckla mer detaljerade riskidentifikationer och tydliggöra rapportering per risktyp

<sup>42</sup> Detta bör betonas att syftet är att skapa transparens, ej likriktning i förvaltningsmodellen.

(exempelvis AP7:s riskklassificering) samt genomföra genomlysningar av nyckelprocesser (exempelvis AP2:s processöversyn två gånger per år) baserat på en processkartläggning.

5. **Över tid se över möjligheter att ytterligare förstärka styrning och organisation** i linje med utvecklingen bland andra ledande institutionella investerare, samtidigt som hänsyn tas till AP-fondernas förutsättningar i termer av exempelvis storlek och förvaltningsmodeller. Nedan tre exempel på möjliga åtgärder som många ledande aktörer och vissa av AP-fonderna redan har implementerat fullt ut eller delvis<sup>43</sup>:
  - *Renodlad riskfunktion*; göra risk till en renodlad funktion med direktrapportering till VD; denna typ av organisation ger högt oberoende för riskfunktionen och möjligheter till djup kompetensutveckling.
  - *Dedikerade riskforum i verksamheten*; etablera en ”riskhanteringskommitté” eller dylikt där Riskchef<sup>44</sup>, Kapitalförvaltningschef<sup>39</sup>, VD och Compliance Officer<sup>39</sup> löpande diskuterar samtliga riskfrågor, vilket kan underlätta och stärka styrning och rapportering av riskhanteringen i fonderna.
  - *Riskutskott i styrelsen*; om/när förutsättningar råder kan fonderna överväga att bilda ett separat riskutskott för att öka fokus på riskfrågor i styrelsen (samtidigt som hela styrelsen fortsätter att ha högt fokus på risk).
6. **Fortsätta utveckla riskfunktionens roll som viktig diskussionspartner till förvaltningen** genom att säkerställa investeringskompetens för att skapa transparens och djup i riskbedömningen (exempelvis för alternativa investeringar) och involvering vid investeringsbeslut (exempelvis beredning i riskkommitté).
7. **Fortsätta utveckla rapportering till ledning och styrelse** inom risk och compliance för att så tydligt som möjligt ge en bild över status, prioriteringar och rekommenderade åtgärder. Vidare bör ambitionen vara att daglig rapportering automatiseras i större utsträckning, vilket kan frigöra mer tid till analys och insikt.
8. **Fortsätta att aktivt utvärdera samt selektivt och pragmatiskt följa regelverk för privata institutionella investerare** i relevanta delar sett till AP-fondernas förutsättningar så som uppdrag och storlek. Här måste dock fundamentala skillnader beaktas så som att AP-fonderna inte förvaltar privatpersoners enskilda kapital, är en myndighet och inte är kritiska för det finansiella systemets stabilitet.

<sup>43</sup> För information om fonderna idag på dessa dimensioner, se kapitel 10 avsnitt Organisation & styrning

<sup>44</sup> Med Riskchef menas högst ansvarig för risk. Benämningen är oftast Riskchef eller Chief Risk Officer (CRO). Med Kapitalförvaltningschef menas högst ansvarig för kapitalförvaltningen. Benämningen är oftast Chief Investment Officer (CIO). Med Compliance Officer menas ansvarig för regel efterlevnad. Benämns oftast Compliance Officer (CO)



9. **Se över möjligheterna att öka samarbetet mellan AP-fonderna kring risk och kontroll** – exempelvis kring inköp och hantering av riskhanteringssystem (BarraOne), gemensam utveckling av förhållningssätt till regelverk för privata aktörer samt ”bästa praxis” för hanteringen operativa risker (exempelvis definition, metodik för mätning och uppföljning). Ökat samarbete inom valda områden bedöms kunna stärka fondernas utveckling av arbetet med riskhantering, kontroll och regelefterlevnad.

## 4. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Första AP-fondens verksamhet 2015. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2015 och den totala avkastningen samt resultat från aktiv förvaltning 2001<sup>45</sup>-2015.

### **FÖRSTA AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2015**

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, Kvantitativ analys, Alternativa investeringar, Tillgångsallokering, Aktieförvaltning, Ränte- och valutaförvaltning samt Extern förvaltning. Vid utgången av 2015 hade organisationen 55 anställda varav 26 inom förvaltningen. År 2014 hade fonden 51 anställda varav 26 inom förvaltningen (Bild 12).

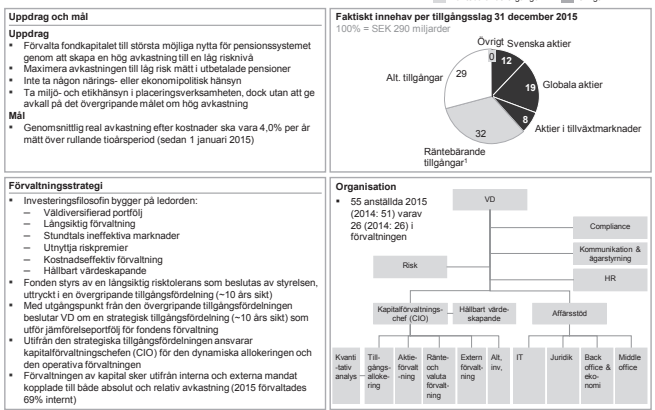
Investeringsfilosofin i fondens förvaltningsmodell bygger på byggpelarna väldiversifierad portfölj, långsiktig förvaltning, stundtals ineffektiva marknader, utnyttja riskpremier, kostnadseffektiv förvaltning samt hållbart värdeskapande (Bild 13).

<sup>45</sup> Avser 1 juli 2001

Bild 12

FÖRSTA AP-FONDEN

Beskrivning av Första AP-fonden 2015

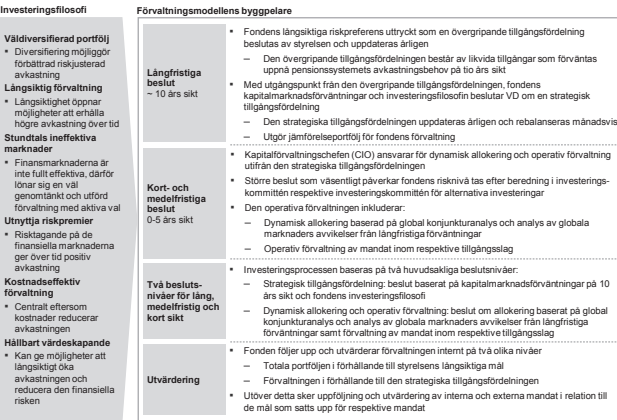


<sup>1</sup> Inklusive kassa, TAA och SAA. Riskspetsportföljen som inkluderas i Alternativa tillgångar innehåller ~52% räntebärande papper  
KÄLLA: Första AP-fonden

Bild 13

FÖRSTA AP-FONDEN

Första AP-fondens förvaltningsmodell 2015



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. Under året har en uppdaterad förvaltningsmodell implementerats och den kommer fortsätta utvecklas under

2016. 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 konjunkturell 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. Fonden har 2015 påbörjat implementeringen av den nya modellen. Den uppdaterade modellen som används i slutet av 2015 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 2015:

- Fonden implementerade ett nytt mål från och med den 1 januari 2015, om en genomsnittlig avkastning efter kostnader på 4,0% per år reallt (istället för 5,5% per år nominellt) mätt över rullande tioårsperiod.
- Under året har fonden påbörjat en organisationsförstärkning där tio personer anställts och sex personer slutat. Ytterligare tio personer förväntas börja under 2016.
- Från 1 januari 2015 använder fonden en uppdaterad förvaltningsmodell bestående av en övergripande tillgångsfördelning som beslutas årligen av styrelsen och verkställs av fonden genom (i) en strategisk tillgångsfördelning (omkring 10 års investeringshorisont) och en (ii) dynamisk allokering och operativ förvaltning (omkring 0-5 års investeringshorisont). Fonden ämnar fortsätta utveckla modellen under 2016.
- Inga förändringar av den strategiska tillgångsallokeringen har genomförts under 2015.
- Vid årets slut hade den faktiska tillgångsallokeringen till aktier minskat från 46% till 39% samtidigt som allokeringen till räntor och alternativa tillgångar ökat från 29% till 32% respektive 25% till 29%. Ökningen inom alternativa tillgångar var främst drivet av infrastruktur och fastigheter:

- Under året förvärvades 12,5% av Ellevio tillsammans med Tredje AP-fonden (20%), Folksam (17,5%) och Borealis (50%).
- Fonden ingick i ett strategiskt partnerskap tillsammans med Andra AP-fonden och amerikanska pensionsfonden TIAA-CREF för att bilda en portfölj om cirka SEK 37 miljarder för investering i europeiska kontorsfastigheter.
- Under året överskred fonden gränsen om maximalt 5% i onoterade aktier – en handlingsplan togs fram och följs.
- Ny strategi för integrering av hållbarhet i förvaltningen, fokus på hållbarhet genom exempelvis lågt koldioxidavtryck inom noterade aktier.
- Under andra halvåret av 2015 har ledningen spenderat tid på remissvar gällande AP-fondsutredningen.
- Fonden har även upphandlat ett nytt risksystem samt påbörjat en upphandling av nytt performanssystem.

#### **FÖRSTA AP-FONDENS RESULTAT 2001<sup>46</sup>-2015**

Fondens totala kapital ökade 2001-2015 från SEK 130 miljarder till SEK 290 miljarder. Fondens årliga avkastning efter kostnader var 5,5% under perioden 2001-2015, 5,5% under tioårsperioden 2006-2015, 7,7% under femårsperioden 2011-2015 samt 4,0% under 2015 (Bild 16). Detta innebär att Första AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsmål under den senaste tioårsperioden 2006-2015, femårsperioden 2011-2015 samt under hela perioden sedan fondens start, 2001-2015. Fondens avkastning efter kostnader har även varit högre än inkomstindex under samtliga perioder.

Till fondens totala avkastning 2015 på 4,0% bidrog fondens svenska aktier med 0,9 procentenheter, globala aktier i utvecklade marknader med -0,4 procentenheter, tillväxtmarknadsaktier med -0,7 procentenheter, systematiska strategier med 0,4 procentenheter, räntebärande -0,3 procentenheter, alternativa investeringar med 1,9 procentenheter och allokering, kassa och valuta med 2,2 procentenheter (samt kostnader med -0,1 procentenheter)<sup>47</sup>.

<sup>46</sup> Avser 1 juli 2001

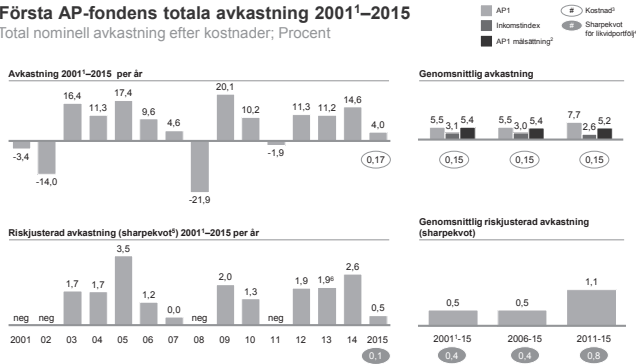
<sup>47</sup> Nedbrytning av avkastningen är redovisade värden. Skillnad mot total avkastning på grund av avrundningsfel

Bild 14

FÖRSTA AP-FONDEN

**Första AP-fondens totala avkastning 2001<sup>1</sup>-2015**

Total nominell avkastning efter kostnader; Procent



<sup>1</sup> 1 juli 2001 (för 2001 anges annualiserad avkastning)  
<sup>2</sup> Första AP-fondens målsättning sen 2015 är att nå en genomsnittlig årlig real avkastning på 4,0% efter kostnader mätt över rullande tidsperiod. Målsättning 2001-14: Nominell avkastning på 5,5% efter kostnader, mätt över rullande tidsperiod  
<sup>3</sup> Provisioner- och rörelsekostnader som andel av genomsnittet av årets ingående och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)  
<sup>4</sup> Livsportföljen inkluderar noterade tillgångslag inkl. aktier, räntebärande tillgångar, samt kassa  
<sup>5</sup> Sharpevot för den totala portföljen, inklusive noterade samt onoterade tillgångar. Sharpevoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldsvärd för 2001-10.  
<sup>6</sup> Beräknade sharpekvoter avviker från redovisade värden på 2,1 för totalportföljen då fonden använt en annan metod  
 Not: Sharpekvoten definieras som risåterkomsten (fondens avkastning minus den riskfria rätan) dividerat med fondens risk (måts med standardavvikelsen)

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

Totalportföljens genomsnittliga årliga riskjusterade avkastning, mätt med en så kallad Sharpekvot, var 0,5 under perioden 2001-2015, 0,5 under tioårsperioden 2006-2015, 1,1 under femårsperioden 2011-2015 samt 0,5 under 2015.

Fondens totala årliga kostnader under perioden 2001-2015 uppgick till i genomsnitt 0,15% av fondens kapital. Fondens kostnader 2015 uppgick till 0,17% av fondens kapital, vilket är något högre än 0,16% år 2014. Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar<sup>48</sup>.

Första AP-fonden har under perioden 2001-2015 mätt i marknadsvärde i sin faktiska portfölj främst ökat andelen alternativa tillgångar och samtidigt minskat andelen utländska aktier utanför tillväxtmarknader samt räntebärande tillgångar (Bild 17). Under 2015 ökade fonden andelen alternativa tillgångar (25% till 29%) och räntebärande tillgångar (29% till 32%), samtidigt minskade fonden andelen globala aktier (25% till 19%) (Bild 17). Alternativa tillgångar har nu sin högsta andel någonsin med 29%.

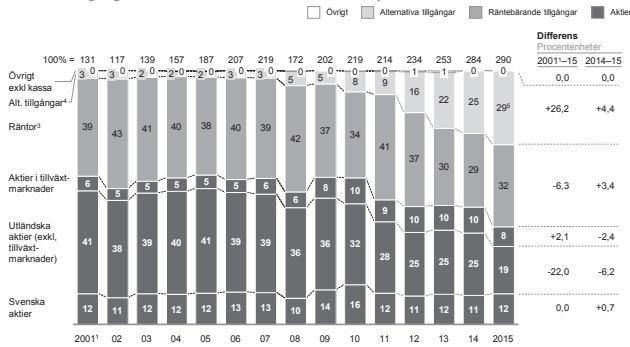
<sup>48</sup> En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden (allt annat lika)

Bild 15

FÖRSTA AP-FONDEN

**Första AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001<sup>1</sup>-2015**

% av totala tillgångar Första AP-fonden<sup>2</sup>; 100% = SEK miljarder



<sup>1</sup> 1 juli 2001  
<sup>2</sup> Den faktiska allokeringen den 31 december varje år  
<sup>3</sup> Inklusive kassa, TAA och SIA. Riskparitetsportföljen som inkluderas i Alternativa tillgångar innehåller ~62% räntebärande papper  
<sup>4</sup> Alternativa tillgångar inkluderar bland annat investeringar i hedgefonder, fastigheter, PE och riskparitetsportföljen. Riskparitetsportföljen infördes under 2013. En riskparitetsportfölj är en portfölj där varje portföljkomponent bidrar med lika mycket risk till portföljens totala risk  
<sup>5</sup> Alternativa tillgångar (~20%) består av fastigheter och infrastruktur (~14%), hedgefonder (~9%) och private equity (~9%) samt riskparitetsportföljen (~4%) den 31 december 2015  
 KÄLLA: Första AP-fonden; McKinsey-analys

**FÖRSTA AP-FONDENS AKTIVA AVKASTNING 2001<sup>49</sup>-2015**

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 avkastning före kostnader på 0,4% av likvidportföljen under perioden 2001-2015, 0,5% under tioårsperioden 2006-2015, 0,5% under femårsperioden 2011-2015, samt 0,8% (motsvarande omkring SEK 2,2 miljarder) under 2015 (Bild 18). Under 2015 bidrog framförallt valutor (0,7 procentenheter) till den aktiva avkastningen.

<sup>49</sup> Avser 1 juli 2001

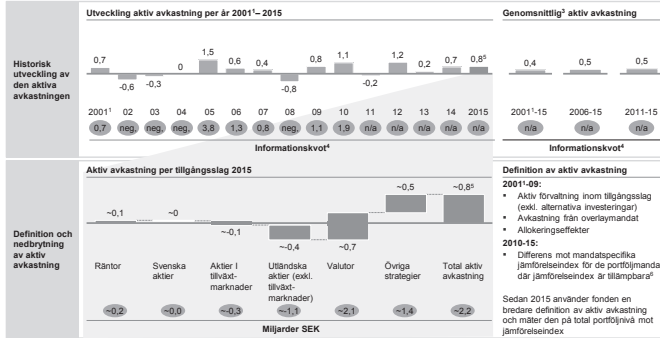
Fonden har inget separat avkastningsmål för aktiv avkastning på totalportföljsnivå, utan ser traditionell förvaltning som en del av fondens strategi att skapa en hög total avkastning till låg risk.

Bild 16

FÖRSTA AP-FONDEN

**Första AP-fondens aktiva avkastning 2001–2015**

Årlig aktiv avkastning före kostnader, Procent<sup>2</sup>



1 1 juli 2001  
 2 Beräknas mot likvidförlojen som bas 2001-09, 2010-15 används den del av förlojen med jämförelseindex som bas  
 3 Geometriskt snitt av den årliga aktiva avkastningen  
 4 Annaliserad 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 Fonden använder sen 2015 en bredare definition av aktiv avkastning och mäter den på total portföljsnivå (inklusive alternativa tillgångar) vilket uppgick till 1,2% 2015  
 6 För 2011 inkluderades även indexval (+0,26%)  
 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 2015. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2015 och den totala avkastningen samt resultat från aktiv förvaltning 2001<sup>50</sup>-2015.

### **ANDRA AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSE 2015**

Andra AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Styrelsen har gjort ett avkastningsantagande<sup>51</sup> 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. Föregående år ändrade styrelsen målsättningen 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 sju enheter: Extern Förvaltning, Investeringsstrategi, Tillväxtmarknadsförvaltning (implementerades under 2013), Ränteförvaltning, Aktieförvaltning, Kvantitativ Förvaltning och Strategisk Exponering & Trading. Vid utgången av 2015 hade organisationen 64 anställda varav 32 inom förvaltningen. År 2014 hade fonden 63 anställda, varav 32 inom förvaltningen (Bild 19).

Andra AP-fondens investeringsfilosofi utgår från att det finns två grundkällor till värdeskapande i finansiella tillgångsportföljer: systematisk exponering mot riskpremier och aktiv förvaltning (Bild 20). Fondens fokus ligger på långsiktiga beslut som implementeras genom den strategiska portföljen som har en tidshorisont på över 10 år (den underliggande ALM<sup>52</sup>-studien har en tidshorisont på 30 år). Beslut om förändringar i den strategiska portföljen tas av styrelsen. Styrelsen kan besluta om förändringar i den strategiska portföljen, som i praktiken får en kortare placeringshorisont än ALM-modellen då förändrade marknadsförutsättningar motiverar förändringar även i det

<sup>50</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>51</sup> Fonden arbetar med ett avkastningsantagande om 5% per år givet fondens mål att "minimera konsekvenserna av den automatiska balanseringen genom att skapa god avkastning på kapitalet"

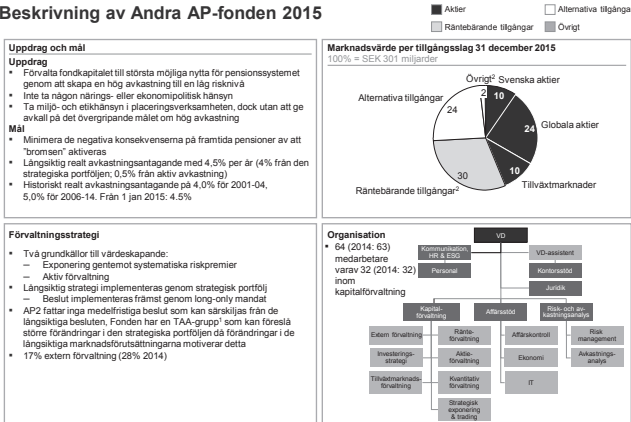
<sup>52</sup> Asset Liability Modelling. Analysmodell för att fastställa fondens strategiska portfölj. Studien, som kontinuerligt revideras, syftar till att fastställa den optimala sammansättningen av fondens olika tillgångsslag som bäst motsvarar fondens långsiktiga åtaganden gentemot det svenska pensionskollektivet

långsiktiga risktagandet. Dessa beslut särskiljs dock inte, utan är den del av ett dynamiskt förhållningssätt till den strategiska portföljen.<sup>53</sup>

Bild 17

ANDRA AP-FONDEN

**Beskrivning av Andra AP-fonden 2015**



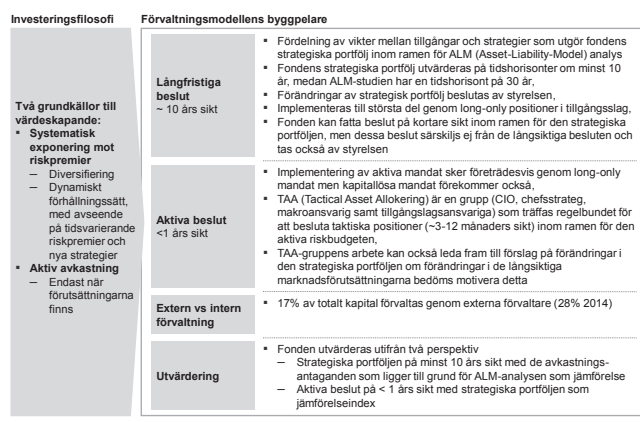
<sup>1</sup> Fattade beslut om ny enhet 2012, implementerades 2013  
<sup>2</sup> Tillgångsklassen "Övrigt" inkluderar derivat som motvarande 1,7% av totala tillgångar under 2015. Enligt AP2s definition inkluderar dessa i tillgångsklassen "Övrigt"

KÄLLA: Andra AP-fonden

Bild 18

ANDRA AP-FONDEN

**Andra AP-fondens förvaltningsmodell 2015**



KÄLLA: Andra AP-fonden

<sup>53</sup> Fonden varierar risktagandet i den strategiska portföljen i förhållande till hur fonden bedömer de långsiktiga marknadsförutsättningarna utvecklas över tid

Fondens TAA-grupp<sup>54</sup> (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 mandat<sup>55</sup> som saknar index.

Följande viktiga förändringar genomfördes av Andra AP-fonden under 2015:

- Fonden implementerade ett nytt långsiktigt avkastningsantagande från och med den 1 januari 2015, om en genomsnittlig avkastning efter kostnader på 4,5% per år reallt (istället för 5,0% per år reallt).
- Under året slutfördes internaliseringen av förvaltningen genom internalisering av globala kreditobligationer, aktier i tillväxtmarknader och räntor i tillväxtmarknader. I slutet av 2015 förvaltades cirka 83% internt.
- I den strategiska portföljen ökade allokeringen till alternativa tillgångar (från 19% till 21%) medan allokeringen till noterade aktier minskade (från 47% till 45%)
- Under året minskade den faktiska tillgångsallokeringen till globala aktier i mogna marknader (från 28% till 24%) samtidigt som allokeringen till alternativa investeringar ökade (från 19% till 24%), främst drivet av:
  - Fastigheter: Fonden ingick i ett strategiskt partnerskap tillsammans med Första AP-fonden och amerikanska pensionsfonden TIAA-CREF för att bilda en portfölj om cirka SEK 37 miljarder för investering i europeiska kontorsfastigheter.
  - Kinesiska A-aktier: Fonden ökade kvoten för investeringar i kinesiska A-aktier från cirka SEK 1,7 miljarder till SEK 3,4 miljarder.
- Fonden fortsatte sitt fokus på hållbarhet genom formalisering av ESG-strategi och avyttring i 28 kraftbolag vars vinster i huvudsak är beroende av kolbaserad elproduktion.
- Fonden har under året bytt depåbank, implementerat ett nytt risksystem, påbörjat en upphandling av nytt performancesystem samt rekryterat en compliancejurist.

<sup>54</sup> Från och med 2010 består TAA-gruppen av CIO, chefsstrateg, makroansvarig samt tillgångslagsansvariga

<sup>55</sup> Mandat som baseras på handel utan kapitalinsats, till exempel med derivatkontrakt eller finansiering av värdepappersköp genom beläning

- Under andra halvåret av 2015 har ledningen spenderat tid på remissvar gällande AP-fondsutredningen .
- Under året överskred fonden gränsen om maximalt 5% i onoterade aktier – en handlingsplan togs fram och följs.

### **ANDRA AP-FONDENS RESULTAT 2001<sup>56</sup>-2015**

Fondens totala kapital ökade 2001-2015 från SEK 130 miljarder till SEK 301 miljarder. Fondens årliga avkastning efter kostnader var 5,8% under perioden 2001-2015, 5,8% under tioårsperioden 2006-2015, 8,0% under femårsperioden 2011-2015 samt 4,0% under 2015 (Bild 21). Detta innebär att Andra AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsantagande sedan fondens start samt under den senaste femårsperioden, men inte under senaste tioårsperioden, 2006-2015. Fondens avkastning efter kostnader har varit högre än inkomstindex under samtliga perioder.

Till fondens totala avkastning 2015 på 4,0% bidrog svenska aktier med en avkastning på 1,5 procentenheter, utländska aktier i mogna marknader 2,8 procentenheter, utländska aktier i tillväxtmarknader -1,0 procentenheter, räntebärande tillgångar 0 procentenheter, GTAA, overlay-mandat och valutasäkring -1,3 procentenheter samt alternativa investeringar 2,1 procentenheter (samt kostnader -0,1 procentenheter)<sup>57</sup>.

Totalportföljens genomsnittliga årliga riskjusterade avkastning, mätt med en så kallad Sharpekvot, var 0,5 under perioden 2001-2015, 0,5 under tioårsperioden 2006-2015, 1,1 under femårsperioden 2011-2015 samt 0,5 under 2015.

Fondens totala årliga kostnader under perioden 2001-2015 uppgick till i genomsnitt 0,17% av fondens kapital. Fondens kostnader 2015 uppgick till 0,18% av fondens kapital, något högre än fondens kostnader 2014 (0,17%). Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar<sup>58</sup>.

Andra AP-fonden har under perioden 2001-2015 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 22)<sup>59</sup>. Under 2015 ökade fonden den faktiska allokeringen till alternativa tillgångar med 5 procentenheter (19% till 24%), minskade allokeringen till utländska aktier i utvecklade marknader med 4 procentenheter (28% till 24%) och minskade räntebärande tillgångar med omkring 1

<sup>56</sup> Avser 1 juli 2001

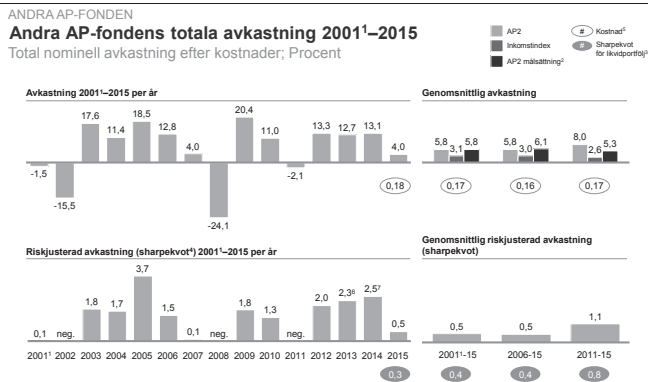
<sup>57</sup> Nedbrytning av avkastningen är redovisade värden

<sup>58</sup> 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)

<sup>59</sup> I tillgångsklassen Övrigt ingår ränteterminer motsvarande 1,7% av totalt fondkapital 2015 som enligt Andra AP-fondens definition ingår i tillgångsklassen Räntor

procentenheter (33% till 32%<sup>60</sup>). Alternativa tillgångar har 2015 sin högsta andel någonsin med 24%.

Bild 19



1 1 juli 2001 för 2001 anges annualiserad avkastning)  
2 Andra AP-fondens genomsnittliga mätning. 2013 var mätningen 5% i real avkastning. Under 2001-2013 har mätningen fluktuerat mellan 4,0 och 5,0% i real avkastning med en genomsnittlig relation på -1,2%. Avkastningsmätet är justerat för ett entidigt 90% av portföljen 2001-2008 och 100% av portföljen 2009-2014.  
3 Likvidportföljen inkluderar noterade tillgångar inkl. svenska och globala aktier, ägda/brända tillgångar, samt öfverlymandat.  
4 Sharpekvot för den totala portföljen, inklusive noterade samt onoterade tillgångar. Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldsvärdet för 2001-10, 2-årig svensk statsobligation för 2011-13, 1-årsnot på svenska statens kurvan (VCGT0021) för 2014-15 samt antagande om 260 handelsdagar.  
5 Provisions- och rörelsekostnad som andel av genomsnittet av årlig ingående och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde).  
6 Avviker från redovisad sharpekvot på 2,4 då fonden använt en annan riskfri ränta.  
7 Avviker från redovisad sharpekvot på 2,6 för totalportfölj.

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

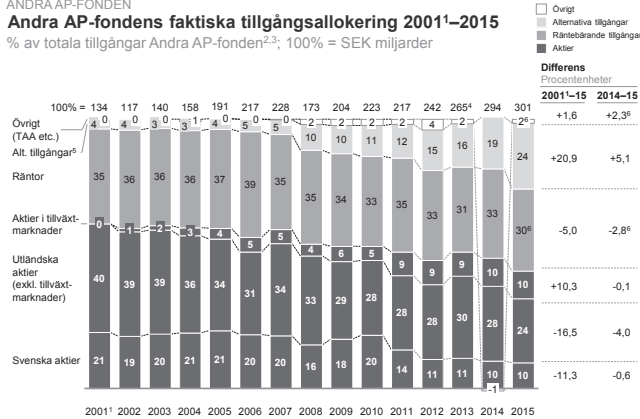
<sup>60</sup> 31,7% enligt Andra AP-fondens definition då 1,7 procentenheter ränteterminer klassas som Räntor enligt Andra AP-fonden men är i denna rapport klassade som Övrigt

Bild 20

ANDRA AP-FONDEN

**Andra AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001–2015**

% av totala tillgångar Andra AP-fonden<sup>2,3</sup>; 100% = SEK miljarder



<sup>1</sup> Avser 1 juli 2001. <sup>2</sup> Faktisk allokering den 31 december varje år.  
<sup>3</sup> Tillgångsförteckning från avvikelse från den redovisade fondöversikten då terminspensioneringen summeras separat och ej som en del av tillgångslagens marknadsvärden.  
<sup>4</sup> Aviker med SEK 87 miljoner från det redovisade värdet, främst orsakat av periodiserings effekter. <sup>5</sup> I alternativa tillgångar ingår sedan 2013 kinesiska A-aktier.  
<sup>6</sup> Tillgångsklassen "Övrigt" inkluderar ränteterminer motsvarande 1,7% av totala tillgångar under 2015. Enligt AP24 definition inkluderar dessa i tillgångsklassen "Räntor".

KÄLLA: Andra AP-fonden; McKinsey-analys

**ANDRA AP-FONDENS AKTIVA AVKASTNING 2001<sup>61</sup>-2015**

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 allokeringseffekter<sup>62</sup>).

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.

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 2001-2015, 0,3% under tioårsperioden 2006-2015, 0,6% under femårsperioden 2011-2015, samt 1,0% (motsvarande SEK 2,2

<sup>61</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>62</sup> Från och med 2009 särredovisas implementeringseffekter och fondens strategiska portfölj har rörliga vikter, vilket gör att oönskade allokeringseffekter ej uppstår

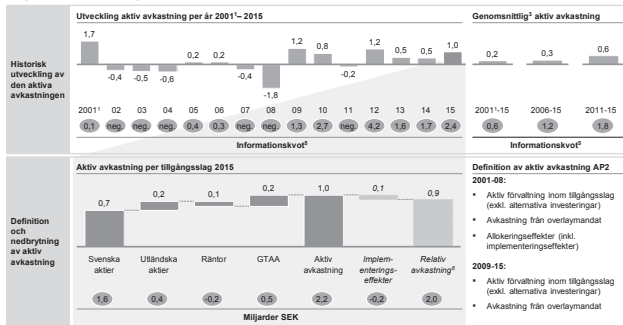
miljarder) under 2015 (Bild 23). Detta innebär att fonden nådde sitt mål för aktiv avkastning på 0,5% under 2015, samt för femårsperioden 2011-2015 men inte för tioårsperioden 2006-2015 eller för perioden sedan start 2001-2015. Under 2015 bidrog framför allt svenska aktier (0,7 procentenheter), utländska aktier (0,2 procentenheter) och kapitallösa mandat (0,2 procentenheter) till den aktiva avkastningen.

Bild 21

ANDRA AP-FONDEN

**Andra AP-fondens aktiva avkastning 2001-2015**

Årlig aktiv avkastning före kostnader; Procent<sup>2</sup>



1 1 juli 2001  
 2 Beräknas mot likvidportföljen som bas  
 3 Geometriskt snitt av den årliga aktiva avkastningen  
 4 Från 2009 och framåt redovisade aktiv avkastning endast på årsbasis (tidigare beräknades aktiv avkastning på dagbasis)  
 5 Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett. Årsavkastning  
 Informationskvoten baserat på daglig avkastning och antagande om 200 handelsdagar  
 6 Fondens nettovisar relativ avkastning, beräknat som den aktiva avkastning från förvaltningen justerat för implementeringseffekter, vilket inkluderar effekter från avvikelse mot den strategiska portföljen, avvikelse i allokering mellan olika index inom tillgångslag, 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 2015. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2015 och den totala avkastningen samt resultat från aktiv förvaltning 2001<sup>63</sup>-2015.

### **TREDJE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2015**

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 2015 hade organisationen 51 anställda varav 28 inom förvaltningen<sup>64</sup>. År 2014 hade fonden 57 anställda varav 31 inom förvaltningen. Investeringsverksamheten är uppdelad på fem enheter: Strategisk allokering, Betaförvaltning, Alfaförvaltning, Alternativa investeringar och Extern förvaltning (Bild 24).

Tredje AP-fondens förvaltningsmodell introducerades 2010 och bygger på en investeringsfilosofi där risktagande, riskspridning, prognosförmåga och tidsdiversifiering är ledord och implementeras genom dynamisk allokering (DAA<sup>65</sup>). Syftet med modellen är att öka sannolikheten för att uppnå fondens övergripande målsättning genom att minska risken för stora negativa utfall (Bild 25). 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 26).

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.

<sup>63</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>64</sup> Efter årsskiftet hade fonden 55 anställda varav 30 inom förvaltningen

<sup>65</sup> Dynamic Asset Allocation



Bild 22

TREDJE AP-FONDEN

Beskrivning av Tredje AP-fonden 2015

<p><b>Uppdrag och mål</b></p> <p><b>Uppdrag</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Förvalta fondkapitalet till största möjliga nytta för pensionssystemet genom att skapa en hög avkastning till en låg risknivå</li> <li>Inte ta någon närings- eller ekonomipolitisk hänsyn</li> <li>Ta miljö- och etikhänsyn i placeringsverksamheten, dock utan att ge avkall på det övergripande målet om hög avkastning</li> </ul> <p><b>Mål</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Långsiktig real avkastning om minst 4% per år samt kostnadseffektiv förvaltning</li> </ul>	<p><b>Marknadsvärde per riskklass 31 december 2015</b>              100% = SEK 303 miljarder</p>
<p><b>Förvaltningsstrategi</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Fokus på totalportföljens förväntade avkastning och risk på absolutnivå, ingen uppdelning på statisk jämviktsportfölj och medellfristiga relativa avvikelser</li> <li>Totalportföljens förväntade avkastning och risk anpassas dynamiskt till det övergripande avkastningsmålet, utifrån både långsiktiga och medellfristiga prognoser</li> <li>Allokering till riskklasser istället för tillgångsklasser</li> <li>Investering i absolutavkastande strategier helt separerad från beta-risk genom investering i kapitallösa mandat i overlay-strukturer</li> <li>29% (25% 2014) extern förvaltning av beta-portföljen</li> <li>48% (54% 2014) av kapitalet i externa beta-portföljen förvaltas semi-passiv<sup>1</sup>. Övrigt förvaltas beta-portföljen passivt</li> <li>65% av fondens aktiva och kapitallösa mandat (alfa) innehas av externa förvaltare</li> </ul>	<p><b>Organisation</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>51<sup>2</sup> (2014- 57) anställda varav 28 arbetar direkt med förvaltningen (2014: 31)</li> </ul>

<sup>1</sup> Enhanced beta (förvaltningsstift som med små avvikelser från index (liten aktiv risk) försöker överträffa index-avkastning)  
<sup>2</sup> Direkt efter anskaffet var 55 anställda varav 30 inom förvaltningen

KÄLLA: Tredje AP-fonden

Bild 23

TREDJE AP-FONDEN

Tredje AP-fondens förvaltningsmodell 2015

<p><b>Investeringsfilosofi</b></p> <p><b>Risiktagande</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Risiktagande på de finansiella marknaderna ger över tid en positiv avkastning</li> </ul> <p><b>Prognosförmåga</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Med hjälp av strukturerad analys kan avkastning och risk på olika finansiella tillgångar prognosticeras</li> </ul> <p><b>Riskspridning</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Genom att diversifiera risiktagandet kan den riskjusterade avkastningen höjas</li> </ul> <p><b>Tidsdiversifiering</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Genom att kombinera investeringsbeslut med lång, medellång respektive kort placeringshorisont, erhålls en högre, riskjusterad avkastning</li> </ul> <p><b>Hållbarhet</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Välskötta bolag leder på sikt till högre avkastning och lägre risk för investeraren</li> </ul>	<p><b>Förvaltningsmodellens byggpelare</b></p> <table border="1"> <tr> <td data-bbox="447 937 560 1028"> <p><b>Långfristiga beslut (beta)</b>                      &gt;5 års sikt</p> </td> <td data-bbox="560 937 939 1028"> <ul style="list-style-type: none"> <li>Dynamisk allokeringsprocess (DAA) som inkluderar både lång- och medellfristiga beslut med löpande anpassning av totalportföljens förväntade avkastning och risk till det övergripande avkastningsmålet</li> <li>Beslut implementeras genom investering i riskklasser</li> <li>Beslut baseras på långsiktiga prognoser på olika riskklassers avkastningspotential och risk, tillsammans med medellfristiga prognoser baserade på makroekonomisk analys samt marknadens värdering och riskapital/sentiment</li> <li>VD ges mandat att implementera och förvalta portföljens risk inom styrelsen givet mandat uttryckt i exponeringsintervall per riskklass</li> <li>Tre sätt att genomföra både långsiktiga och medellfristiga beslut beroende på vad som bedöms som mest effektivt                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Placering i faktiska tillgångar inom beta-förvaltningen (på varken även beta-förvaltningens jämförelseindex) och alternativa investeringar</li> <li>Kapitallösa mandat genom overlay-strukturer inom dynamisk allokering</li> <li>Placering i faktiska tillgångar inom dynamisk allokering</li> </ul> </li> </ul> </td> </tr> <tr> <td data-bbox="447 1046 560 1119"> <p><b>Medellfristiga beslut</b>                      1-5 års sikt</p> </td> <td data-bbox="560 1046 939 1119"> <ul style="list-style-type: none"> <li>Investering i absolutavkastande strategier helt separerad från beta-risk genom investering i kapitallösa mandat i overlay-strukturer</li> <li>48% (54% 2014) av kapitalet i externa beta-portföljen förvaltas semi-passiv<sup>1</sup></li> </ul> </td> </tr> <tr> <td data-bbox="447 1137 560 1210"> <p><b>Aktiv (alfa) förvaltning (&lt;1 år)</b></p> </td> <td data-bbox="560 1137 939 1210"> <ul style="list-style-type: none"> <li>29% extern förvaltning av beta-portföljen (25% 2014)</li> <li>65% av fondens aktiva och kapitallösa mandat (alfa) innehas av externa förvaltare</li> </ul> </td> </tr> <tr> <td data-bbox="447 1228 560 1308"> <p><b>Extern vs. intern förvaltning</b></p> </td> <td data-bbox="560 1228 939 1308"> <ul style="list-style-type: none"> <li>Styrelsen ger fonden mandat uttryckt som risk- och exponeringsintervall per riskklass som rapporteras löpande till styrelsen</li> <li>Ny integrerad utvärderingsmodell av den dynamiska portföljen uppdelad i fyra delar togs i bruk 2012                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Fondens långsiktiga mål om 4% real avkastning per år i snitt</li> <li>Jämförelse mot andra aktörer med liknande uppdrag</li> <li>Långsiktig statisk portfölj över en konjunkturcykel</li> <li>Intern kvalitativ utvärdering av allokeringsbeslut</li> </ul> </li> </ul> </td> </tr> </table>	<p><b>Långfristiga beslut (beta)</b>                      &gt;5 års sikt</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dynamisk allokeringsprocess (DAA) som inkluderar både lång- och medellfristiga beslut med löpande anpassning av totalportföljens förväntade avkastning och risk till det övergripande avkastningsmålet</li> <li>Beslut implementeras genom investering i riskklasser</li> <li>Beslut baseras på långsiktiga prognoser på olika riskklassers avkastningspotential och risk, tillsammans med medellfristiga prognoser baserade på makroekonomisk analys samt marknadens värdering och riskapital/sentiment</li> <li>VD ges mandat att implementera och förvalta portföljens risk inom styrelsen givet mandat uttryckt i exponeringsintervall per riskklass</li> <li>Tre sätt att genomföra både långsiktiga och medellfristiga beslut beroende på vad som bedöms som mest effektivt                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Placering i faktiska tillgångar inom beta-förvaltningen (på varken även beta-förvaltningens jämförelseindex) och alternativa investeringar</li> <li>Kapitallösa mandat genom overlay-strukturer inom dynamisk allokering</li> <li>Placering i faktiska tillgångar inom dynamisk allokering</li> </ul> </li> </ul>	<p><b>Medellfristiga beslut</b>                      1-5 års sikt</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Investering i absolutavkastande strategier helt separerad från beta-risk genom investering i kapitallösa mandat i overlay-strukturer</li> <li>48% (54% 2014) av kapitalet i externa beta-portföljen förvaltas semi-passiv<sup>1</sup></li> </ul>	<p><b>Aktiv (alfa) förvaltning (&lt;1 år)</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>29% extern förvaltning av beta-portföljen (25% 2014)</li> <li>65% av fondens aktiva och kapitallösa mandat (alfa) innehas av externa förvaltare</li> </ul>	<p><b>Extern vs. intern förvaltning</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Styrelsen ger fonden mandat uttryckt som risk- och exponeringsintervall per riskklass som rapporteras löpande till styrelsen</li> <li>Ny integrerad utvärderingsmodell av den dynamiska portföljen uppdelad i fyra delar togs i bruk 2012                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Fondens långsiktiga mål om 4% real avkastning per år i snitt</li> <li>Jämförelse mot andra aktörer med liknande uppdrag</li> <li>Långsiktig statisk portfölj över en konjunkturcykel</li> <li>Intern kvalitativ utvärdering av allokeringsbeslut</li> </ul> </li> </ul>
<p><b>Långfristiga beslut (beta)</b>                      &gt;5 års sikt</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dynamisk allokeringsprocess (DAA) som inkluderar både lång- och medellfristiga beslut med löpande anpassning av totalportföljens förväntade avkastning och risk till det övergripande avkastningsmålet</li> <li>Beslut implementeras genom investering i riskklasser</li> <li>Beslut baseras på långsiktiga prognoser på olika riskklassers avkastningspotential och risk, tillsammans med medellfristiga prognoser baserade på makroekonomisk analys samt marknadens värdering och riskapital/sentiment</li> <li>VD ges mandat att implementera och förvalta portföljens risk inom styrelsen givet mandat uttryckt i exponeringsintervall per riskklass</li> <li>Tre sätt att genomföra både långsiktiga och medellfristiga beslut beroende på vad som bedöms som mest effektivt                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Placering i faktiska tillgångar inom beta-förvaltningen (på varken även beta-förvaltningens jämförelseindex) och alternativa investeringar</li> <li>Kapitallösa mandat genom overlay-strukturer inom dynamisk allokering</li> <li>Placering i faktiska tillgångar inom dynamisk allokering</li> </ul> </li> </ul>								
<p><b>Medellfristiga beslut</b>                      1-5 års sikt</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Investering i absolutavkastande strategier helt separerad från beta-risk genom investering i kapitallösa mandat i overlay-strukturer</li> <li>48% (54% 2014) av kapitalet i externa beta-portföljen förvaltas semi-passiv<sup>1</sup></li> </ul>								
<p><b>Aktiv (alfa) förvaltning (&lt;1 år)</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>29% extern förvaltning av beta-portföljen (25% 2014)</li> <li>65% av fondens aktiva och kapitallösa mandat (alfa) innehas av externa förvaltare</li> </ul>								
<p><b>Extern vs. intern förvaltning</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Styrelsen ger fonden mandat uttryckt som risk- och exponeringsintervall per riskklass som rapporteras löpande till styrelsen</li> <li>Ny integrerad utvärderingsmodell av den dynamiska portföljen uppdelad i fyra delar togs i bruk 2012                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Fondens långsiktiga mål om 4% real avkastning per år i snitt</li> <li>Jämförelse mot andra aktörer med liknande uppdrag</li> <li>Långsiktig statisk portfölj över en konjunkturcykel</li> <li>Intern kvalitativ utvärdering av allokeringsbeslut</li> </ul> </li> </ul>								

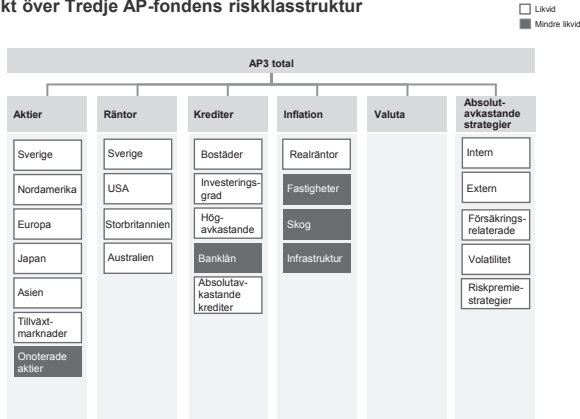
<sup>1</sup> Enhanced beta (förvaltningsstift som med små avvikelser från index (liten aktiv risk) försöker överträffa index-avkastning)

KÄLLA: Tredje AP-fonden

Bild 24

TREDJE AP-FONDEN

Översikt över Tredje AP-fondens riskklasstruktur



KÄLLA: Tredje AP-fonden

Fondens investeringar i alfa-risk är helt separerad från investeringarna i beta-risk och sker genom kapitallösa mandat i overlay-strukturer. Utöver detta förvaltas 48% av kapitalet i den externa betaportföljen semipassivt<sup>66</sup> (54% 2014). Vidare förvaltas 29% av betaportföljen externt (25% 2014). Under 2015 stod externa förvaltare för 65% av fondens aktiva och kapitallösa mandat (alfa-mandat).

Följande viktiga förändringar genomfördes av Tredje AP-fonden under 2015:

- Fonden minskade sin exponering mot riskklasserna Räntor och Valuta från 25% till 23% respektive 24% till 23%, samtidigt som exponeringen mot riskklassen Inflation ökade från 15% till 20%<sup>67</sup>.
  - Ökningen i Inflation var främst drivet av fastigheter och infrastruktur där bland annat 20% av Ellevio förvärvades under året tillsammans med Första AP-fonden (12,5%), Folksam (17,5%) och Borealis (50%).
- Under året har fonden minskat antalet riskklasser till sex stycken genom sammanslagning av riskklasserna Övrig exponering och Absolutavkastande strategier.
- Fonden fortsatte sitt arbete med hållbar avkastning genom att sätta upp hållbarhetsmål för 2018 inom CO<sub>2</sub>-avtryck, gröna obligationer och strategiska

<sup>66</sup> Förvaltning som försöker överträffa index med liten aktiv risk (små avvikelser från index)

<sup>67</sup> Inga allokeringsändringar inom den långsiktiga strategin har gjorts under året

hållbarhetsinvesteringar. Fonden avyttrade även sina innehav inom sektorn kol och fossila bränslen<sup>68</sup>.

- Under året slutade 7 personer varav CIO. Den tidigare chefen för kapitalförvaltning utsågs till ny CIO och vice VD. Till följd av detta ingår idag kapitalförvaltningen (inklusive alternativa investeringar) i den nya CIO och vice VDs ansvar. Fonden återanställde en person under 2015, ytterligare fyra personer anställdes med start 2016.
- Under andra halvåret av 2015 har ledningen spenderat tid på remissvar gällande AP-fondsutredningen.
- Fonden har även upphandlat depåbank samt implementerat ett nytt risksystem.

### TREDJE AP-FONDENS RESULTAT 2001<sup>69</sup>-2015

Fondens totala kapital ökade 2001-2015 från SEK 132 miljarder till SEK 303 miljarder. Fondens årliga avkastning efter kostnader var 5,8% under perioden 2001-2015, 5,8% under tioårsperioden 2006-2015, 8,4% under femårsperioden 2011-2015 samt 6,8% under 2015 (Bild 27). Detta innebär att Tredje AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsantagande under den senaste tioårsperioden 2006-2015, femårsperioden 2011-2015 samt under hela perioden sedan fondens start, 2001-2015. Fondens avkastning efter kostnader har varit högre än inkomstindex under samtliga nämnda tidsperioder.

Till fondens totala avkastning 2015 på 6,8% bidrog fondens investeringar i de olika riskklasserna med följande avkastning: aktier 1,9 procentenheter, räntor 0,2 procentenheter, krediter 0,0 procentenheter, inflation 2,6 procentenheter, valuta 2,1 procentenheter och absolutavkastande strategier 0,0 procentenheter (samt kostnader -0,1 procentenheter)<sup>70</sup>.

Totalportföljens genomsnittliga årliga riskjusterade avkastning, mätt med en så kallad Sharpekvot, var 0,6 under perioden 2001-2015, 0,6 under tioårsperioden 2006-2015, 1,2 under femårsperioden 2011-2015 samt 1,0 under 2015.

Fondens totala årliga kostnader under perioden 2001-2015 uppgick till i genomsnitt 0,14% av fondens kapital. Fondens kostnader 2015 uppgick till 0,12% av fondens kapital, vilket är i linje med fondens kostnader 2014 (0,12%). Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar<sup>71</sup>.

<sup>68</sup> Bolag som ingår i MSCIs sub-sektor coal and consumable fuels

<sup>69</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>70</sup> Nedbrytning av avkastningen är redovisade värden och adderar inte exakt ihop till avkastningen beroende på avrundningar

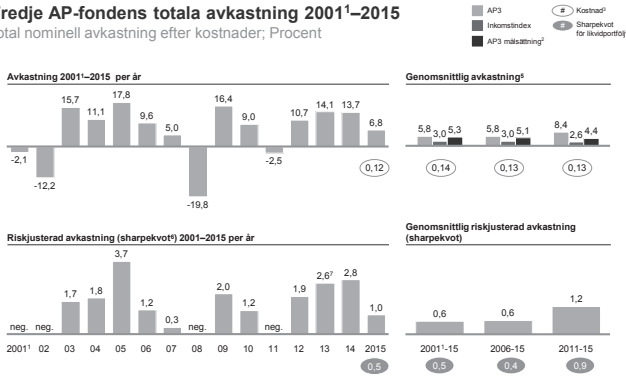
<sup>71</sup> En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om den genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden (allt annat lika)

Bild 25

TREDJE AP-FONDEN

**Tredje AP-fondens totala avkastning 2001–2015**

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 -1,1% baserat på inflationstatistiskt mått månadsvis från SCB.  
3 Positioner och ordningsvärde som andel av genomsnittet av avseende noterade och utgående marknadsvärde (2001 baserat endast på utgående marknadsvärde).  
4 Likvidportföljen exkluderar investeringar i noterade aktier, fastigheter, jordbruk, skog, infrastruktur, konvertibler, divergerande strategier samt makro.  
5 Nominal avkastning sedan fondens start (2001-2015), senaste tio åren (2006-2015) samt senaste fem åren (2011-2015).  
6 Sharpekvot för den totala portföljen, inklusive noterade samt oroterade tillgångar. Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldkvot för 2001-10.  
7 Årlig svensk skuldkvot för 2011-15. 1 årsvard på svenska statens-kurvan (NYC0102E1) för 2014-15 samt antagande om 200 handelsdagar.  
8 Baserat på Sharpekvot avvikar från redovisat värde på 2,8 för totalportföljen då fonden använder en annan riskfri ränta.

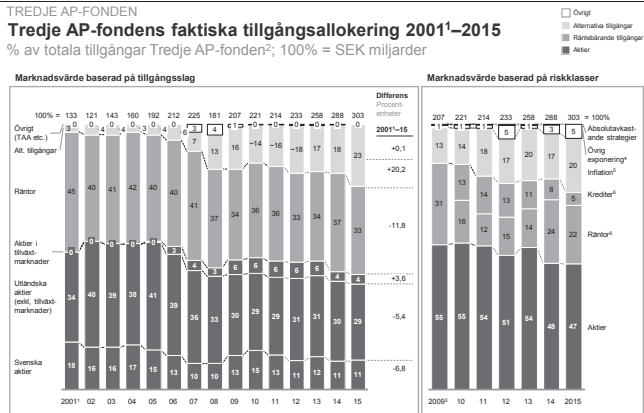
KÄLLA: Tredje AP-fonden; Riksbanken; SCB; McKinsey-analys

Bild 26

TREDJE AP-FONDEN

**Tredje AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001–2015**

% av totala tillgångar Tredje AP-fonden<sup>2</sup>; 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 sparparade resultat från valutaexponering, moderatiska tillgångar, konvertibler, divergerande och makrostrategier. 5 Inflation utgörs av realalternativtillgångar samt investeringar i skog, jordbruk, infrastruktur och fastigheter. 6 Skillnaden mellan räntor och krediter betecknas under 2010. Krediter består huvudsakligen av bostads- och försäkringstillgångar. För 2009 redovisas därför den sammanlagda allokeringen och för 2010 och framåt visas den uppdelade. 7 Tillgångsallokeringen för 2010-2015 är indelad på en exakt kombination av riskklasser till tillgångsklasser som kan göras i 8 Alternativa investeringar (23,2%) består av fastigheter (8,2%), privat equity och infrastruktur (1%) samt nyckelstrategier (5,8%) som i sin tur består av tillgångs- (5,8%), valuta och övrig exponering.

KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

Tredje AP-fondens allokering till riskklasser baserat på marknadsvärde ändrades under 2015 framförallt genom att fonden ökade allokeringen till Inflation med 3 procentenheter (17% till 20%), minskade allokeringen till krediter med 3 procentenheter (8% till 5%).

Fonden minskade även allokeringen till räntor med 2 procentenheter (24% till 22%). (Bild 28) 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.

### **TREDJE AP-FONDENS AKTIVA AVKASTNING 2001<sup>72</sup>-2015**

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 2015 definierade Tredje AP-fonden den aktiva avkastning som meravkastning från totalportföljen jämfört med sin jämförelseportfölj, en långsiktig statisk portfölj bestående av noterade aktier och räntor.<sup>73</sup> I denna rapport definierades aktiv avkastning år 2001-2009 som aktiv förvaltning inom tillgångsslag (exklusive alternativa investeringar), avkastning från overlaymandat, samt allokeringseffekter. Sedan 2010 bedriver fonden inte traditionell aktiv förvaltning, utan 2010-2015 definieras aktiv avkastning som resultatet från absolutavkastande strategier och avvikelser från jämförelseindex för betaförvaltningen, vilket skiljer sig från fondens definition av aktiv avkastning.

Med hänsyn till dessa förutsättningar visar en analys av Tredje AP-fondens aktiva avkastning att fonden har haft en genomsnittlig årlig aktiv avkastning på 0,3% av likvidportföljen under perioden 2001-2015, 0,3% under tioårsperioden 2006-2015, 0,4% under femårsperioden 2011-2015, samt 0,2% (motsvarande SEK 0,6 miljarder) under 2015 (Bild 29). Under 2015 bidrog beta-förvaltningen med 0,1 procentenheter till den aktiva avkastningen och absolutavkastande strategier bidrog med 0,1 procentenheter.

<sup>72</sup> Avser 1 juli 2001

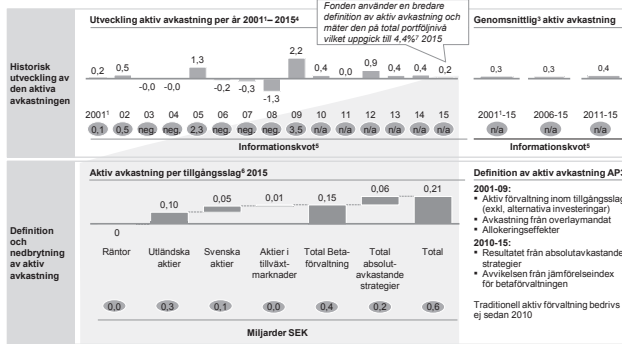
<sup>73</sup> Den långsiktiga statistiska portfölj (LSP) är en portfölj som utgör det absolut billigaste förvaltningsalternativet. LSP innehåller enbart noterade aktier (50%) och räntor (50%) som ska ha en real årlig avkastning om 4,0% på lång sikt. Den aktiva avkastningen enligt fondens definition uppgick till 4,4% under 2015

Bild 27

TREDJE AP-FONDEN

**Tredje AP-fondens aktiva avkastning 2001–2015**

Årlig aktiv avkastning före kostnader, Procent<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Juli 2001; <sup>2</sup> Beräknas mot likvidportföljen som bas; <sup>3</sup> Geometrisk snitt av den årliga aktiva avkastningen; <sup>4</sup> För 2010-2015 definieras procentuell årlig aktiv avkastning som den aktiva avkastningen (beräknas som summan av den dagliga avkastningen) i förhållande till medel av regelbunden och tillgänglig balans. Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett; <sup>5</sup> Annualiserat informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar; <sup>6</sup> Beräknas genom överavkastningen från jämförelseindex för varje tillgångslag; <sup>7</sup> Den aktiva avkastningen mäts genom att jämföra fondens totalavkastning med avkastningen från ett lagomkostnadsindex, en långsiktig statisk portfölj (LSP), som på sitt sätt avkastar 4,0% realt

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 2015. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2015 och den totala avkastningen samt resultat från aktiv förvaltning 2001<sup>74</sup>-2015.

### **FJÄRDE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSE 2015**

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 2015 hade fondens organisation 55 anställda varav 25 inom förvaltningen. År 2014 hade fonden 54 anställda varav 25 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 30).

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 31). 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 32). 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-analys<sup>75</sup> 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

<sup>74</sup> Avser 1 juli 2001


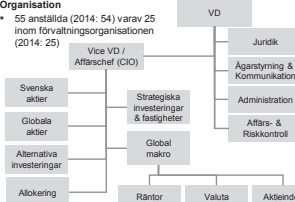
<sup>75</sup> Asset Liability Management – analys för att komma fram till den bästa tillgångsfördelningen för fonden på 40-års sikt, Normalportföljen, givet hur pensionssystemets skulder och tillgångar förväntas utvecklas under denna period

normalportföljen och är baserad på medelfristig marknadsanalys och portfölj­analys. Den strategiska förvaltningen är uppdelad i makroförvaltning (aktiva positioner avseende 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.

Bild 28

FJÄRDE AP-FONDEN

**Beskrivning av Fjärde AP-fonden**

<p><b>Uppdrag och mål</b></p> <p><b>Uppdrag</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Fungera som buffert i pensionsystemet</li> <li>Maximera avkastningen till låg risk</li> <li>Inle ta någon närings- eller ekonomiskpolitisk hänsyn</li> <li>Ta hänsyn till etik och miljö i placeringsverksamheten utan att göra avkall på det övergripande målet om hög avkastning</li> </ul> <p><b>Mål</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Fondens reala, det vill säga inflationsjusterade totala avkastning, ska uppgå till i genomsnitt 4,5% per år sett över lång tid</li> <li>Genomsnittlig aktiv avkastning på strategisk förvaltning om 0,75 p.e. (utöver jämförelseindex) per år över en rullande femårsperiod</li> <li>Genomsnittlig aktiv avkastning på taktisk förvaltning om 0,5 p.e. (utöver jämförelseindex) per år över en rullande treårsperiod</li> </ul>	<p><b>Marknadsvärde tillgångsallokering 31 december 2015</b> 100% = SEK 310 miljarder</p>  <table border="1"> <caption>Marknadsvärde tillgångsallokering 31 december 2015</caption> <thead> <tr> <th>Kategori</th> <th>Procent</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Strategiskt förvaldade tillgångar</td> <td>30</td> </tr> <tr> <td>Taktisk förvaldade svenska aktier</td> <td>8</td> </tr> <tr> <td>Taktisk förvaldade globala aktier</td> <td>28</td> </tr> <tr> <td>Taktisk förvaldade räntebärande</td> <td>33</td> </tr> </tbody> </table>	Kategori	Procent	Strategiskt förvaldade tillgångar	30	Taktisk förvaldade svenska aktier	8	Taktisk förvaldade globala aktier	28	Taktisk förvaldade räntebärande	33
Kategori	Procent										
Strategiskt förvaldade tillgångar	30										
Taktisk förvaldade svenska aktier	8										
Taktisk förvaldade globala aktier	28										
Taktisk förvaldade räntebärande	33										
<p><b>Förvaltningsstrategi</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Avkastning skapas i tre integrerade steg             <ul style="list-style-type: none"> <li>Normalportfölj (40 år) genom ALM för att reflektera bästa "buy-and-hold" på 40 års sikt</li> <li>Strategisk förvaltning (3-15 år) som delas in i makro- och faktorförvaltning</li> <li>Taktisk förvaltning (&lt;3 år) för aktiv förvaltning i globala &amp; svenska aktier, FI/FX och Aktieindex/Cross market</li> </ul> </li> <li>Utgångspunkt ska vara att fonden endast ska förvalta tillgångar aktivt då det finns goda förutsättningar att skapa överavkastning             <ul style="list-style-type: none"> <li>Idag förvaltas 70% (63% 2014) av den totala portföljen aktivt</li> </ul> </li> <li>Avvägningen mellan intern och extern förvaltning görs med hänsyn till förväntad avkastning och kostnader, idag 29% (31% 2014) externt</li> </ul>	<p><b>Organisation</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>55 anställda (2014: 54) varav 25 inom förvaltningsorganisationen (2014: 25)</li> </ul>  <pre> graph TD     VD[VD] --- Vice[<b>Vice VD / Attacheschef (CIO)</b>]     VD --- Juridik     VD --- Agarskrymning &amp; Kommunikation     VD --- Administration     VD --- Affärs- &amp; Riskkontroll     Vice --- Svenska[Svenska aktier]     Vice --- Strategiska[Strategiska investeringar &amp; fastigheter]     Vice --- Globala[Globala aktier]     Vice --- Global[Global makro]     Vice --- Alternativa[Alternativa investeringar]     Vice --- Allokering[Allokering]     Global --- Rantor[Rantor]     Global --- Valuta[Valuta]     Global --- Aktieindex[Aktieindex]     </pre>										

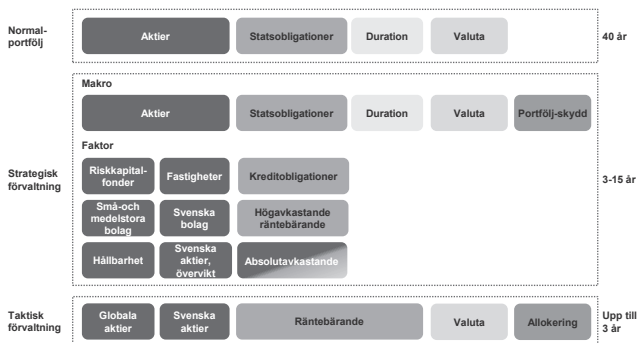
KÄLLA: Fjärde AP-fonden



Bild 29

FJÄRDE AP-FONDEN

**Fjärde AP-fondens förvaltningsstruktur 2015**



KÄLLA: Fjärde AP-fonden

Bild 30

FJÄRDE AP-FONDEN

**Fjärde AP-fondens förvaltningsmodell 2015**

Investeringsfilosofi	Förvaltningsmodellens byggpelare
<p><b>AP4:s affärsfilosofi bygger på 4 hörnstenar:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Långsiktighet:</b> unikt mandat, låt volatilitet</li> <li>• <b>Hållbarhet:</b> etik, miljö och blygsamhet är viktiga hållbarhetsaspekter som måste adresseras</li> <li>• <b>Individ före modell:</b> individen skapar resultat</li> <li>• <b>Affärsmässighet, vad är bäst för pensionären?:</b> högst avkastning till lägsta möjliga kostnad</li> </ul> <p><b>Förvaltningsbeslut i tre steg</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Tidsdiversifiering</b> – Fondens långa mandat utnyttjas genom nedbrytning av investeringshorisonten i tre tidsintervall. Långfristiga, strategiska- samt taktiska beslut.</li> <li>• <b>Aktiv eller passiv förvaltning</b> – Fonden ska bara förvalta tillgångar aktivt när det finns goda förutsättningar att nå en positiv aktiv avkastning</li> <li>• <b>Extern eller intern förvaltning</b> – Valet styrs av förväntad avkastning och kostnader</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Normalportfölj baserad på ALM-analys med 40 års sikt                         <ul style="list-style-type: none"> <li>– Sammansatt endast av index</li> <li>– Bestämmer den långsiktiga tillgångs- och valutfördelningen</li> <li>• Utgör jämförelseindex för den strategiska förvaltningen</li> <li>• Beslutas av styrelsen</li> </ul> </li> <li>• Strategisk förvaltning med 3-15 år sikt baserad på medelfristig marknadsanalys och portföljanslys. Uppdelad i strategisk makroförvaltning och strategisk faktorförvaltning                         <ul style="list-style-type: none"> <li>– Makroförvaltningen tar aktiva positioner inom tillgångsclass som återfinns i normalportföljen såsom globala aktier, statsobligationer, duration och valutor. Sammansatt av index samt derivatpositioner.</li> <li>– Faktorförvaltningen tar aktiva positioner i tillgångsclass/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.</li> </ul> </li> <li>• Strategiska portföljen utgör jämförelseindex för den taktiska förvaltningen</li> <li>• VD-mandat att frångå normalportföljen med 5,0% tracking error – alla strategiska förändringar rapporteras till styrelsen</li> <li>• Den taktiska förvaltningen med upp till 3 år sikt sker i likvida aktier, obligationer, derivat etc.</li> <li>• VD (eller den VD utser) beslutar om investeringar (2,5% tracking error från den strategiska portföljen)                         <ul style="list-style-type: none"> <li>– Främsta positiva bidraget från den taktiska förvaltningen 2015 från Globala aktier</li> </ul> </li> <li>• Förvaltningen sker genom aktiva eller passiva positioner.                         <ul style="list-style-type: none"> <li>– 70% av tillgångarna förvaltades aktivt (63% 2014)</li> </ul> </li> <li>• 29% av tillgångarna förvaltas externt (31% 2014), främst genom indexförvaltning av globala aktier</li> <li>• Fonden utvärderas utifrån tre perspektiv                         <ul style="list-style-type: none"> <li>– Normalportföljen på 40 års sikt (utvärderas på lång sikt och sedan start)</li> <li>– Strategisk förvaltning på rullande 5 års perioder med normalportföljen som jämförelseindex</li> <li>– Taktisk förvaltning på rullande 3 års perioder med strategiska portföljen som jämförelseindex</li> </ul> </li> </ul>

KÄLLA: Fjärde AP-fonden

Taktisk förvaltning på upp till 3 års tidshorisont är också en viktig komponent i fondens förvaltningsmodell. Vidare förvaltas 29% av fondens kapital externt (31% 2014), 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 2015:

- Fonden har inte gjort några strategiska ändringar i sin normalportfölj.
- Fonden ökade andelen fondkapital inom strategisk förvaltning (från 24% till 30% av totalt fondkapital) genom att förlänga placeringshorisonten för utvalda taktiska investeringar, främst drivet av hållbarhetsinvesteringar, svenska aktier, fastigheter och övriga strategiska positioner.
- Fonden minskade exponeringen mot noterade aktier med drygt 2 procentenheter, samtidigt ökade exponeringen mot räntebärande och fastigheter med 1 procentenhet vardera. Fonden minskade även exponeringen mot kreditobligationer med drygt 3 procentenheter och ökade exponeringen mot statsobligationer med motsvarande.
- Under året fortsatte fonden arbeta med hållbarhet och klimat. Fonden var en av initiativtagarna till koalitionen Portfolio Decarbonization Coalition (PDC) som lanserades hösten 2014. PDC överträffade de mål som sattes upp inför klimatmötet COP21 i Paris 2015. Fonden fortsatte även att arbeta med lågkoldioxidstrategier och koldioxidavtryck genom att öka andelen innehav i lågkoldioxidstrategier och gröna obligationer.
- Under året anställdes fem personer och sex personer slutade.
- Under andra halvåret av 2015 har ledningen spenderat tid på remissvar gällande AP-fondsutredningen.

#### **FJÄRDE AP-FONDENS RESULTAT 2001<sup>76</sup>-2015**

Fondens totala kapital ökade 2001-2015 från SEK 132 miljarder till SEK 310 miljarder. Fondens årliga avkastning efter kostnader var 6,0% under perioden 2001-2015, 6,7% under tioårsperioden 2006-2015, 9,7% under femårsperioden 2011-2015 samt 6,8% under 2015 (Bild 33). Detta innebär att Fjärde AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsantagande under den senaste tioårsperioden 2006-2015, femårsperioden 2011-2015 samt under hela perioden sedan fondens start, 2001-2015. Fondens avkastning efter kostnader har varit högre än inkomstindex under samtliga nämnda tidsperioder.

Till fondens totala avkastning 2015 på 6,8% bidrog fondens investeringar i de olika tillgångsslagen med följande avkastning: globala aktier 0,8 procentenheter, svenska aktier 2,5 procentenheter, räntebärande tillgångar 0,0 procentenheter, valuta 1,7 procentenheter,

<sup>76</sup> Avser 1 juli 2001

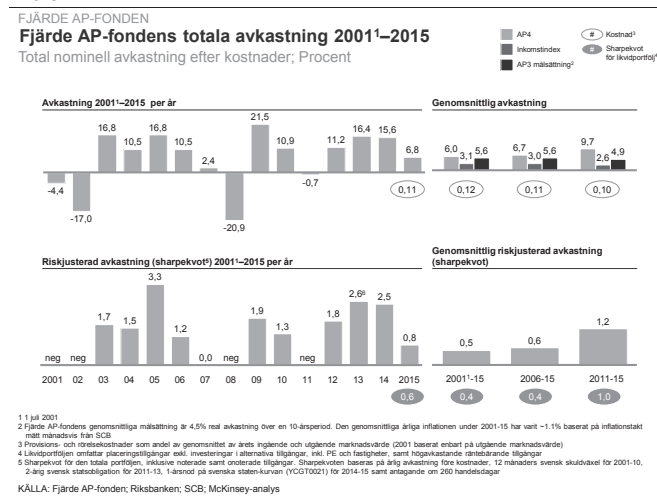
fastigheter 1,7 procentenheter, alternativa tillgångar 0,3 procentenheter och övrigt -0,1 procentenheter (samt kostnader -0,1 procentenheter)<sup>77</sup>.

Totalportföljens genomsnittliga årliga riskjusterade avkastning, mätt med en så kallad Sharpekvot, var 0,5 under perioden 2001-2015, 0,6 under tioårsperioden 2006-2015, 1,2 under femårsperioden 2011-2015 samt 0,8 under 2015.

Fondens totala årliga kostnader under perioden 2001-2015 uppgick till i genomsnitt 0,12% av fondens kapital. Fondens kostnader 2015 uppgick till 0,11% av fondens kapital, vilket är något högre än fondens kostnader 2014 (0,10%). Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar<sup>78</sup>.

Fjärde AP-fonden har under perioden 2001-2015 i sin faktiska portfölj främst minskat andelen i utländska aktier utanför tillväxtmarknader samt aktier i tillväxtmarknader. Samtidigt ökade allokeringen till fastigheter och övrigt där bland annat passiv förvaltning ingår (Bild 32). Sett till den nya förvaltningsmodellen ökade strategiska investeringar med cirka 6 procentenheter till 30% av totalt förvaltad kapital medan den taktiska förvaltningen utgjorde 69% av totala tillgångar (och övrigt 1%).

Bild 31



<sup>77</sup> Nedbrytning av avkastningen är redovisade värden och adderar inte exakt ihop till avkastningen beroende på avrundningar samt eventuella periodiseringseffekter

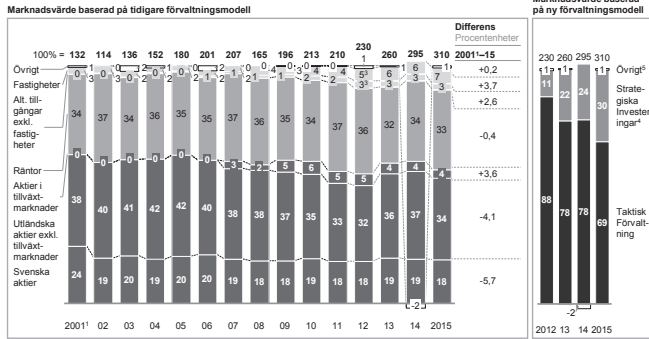
<sup>78</sup> En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden (allt annat lika)

Bild 32

FJÄRDE AP-FONDEN

**Fjärde AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001<sup>1</sup>-2015**

% av totala tillgångar Fjärde AP-fonden<sup>2</sup>; 100% = SEK miljarder



<sup>1</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>2</sup> Den faktiska allokeringen den 31 december varje år

<sup>3</sup> 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

<sup>4</sup> Omfattar fastigheter, svenska strategiska aktier, aktier i tillväxtmarknader, private equity, ESG-investeringar, absolutavkastande strategier, högavkastande strömbärande

<sup>5</sup> Omfattar bland annat passiv förvaltning, allokering och valuta

KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

**FJÄRDE AP-FONDENS AKTIVA AVKASTNING 2001<sup>79</sup>-2015**

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 2001-2015, 0,3% under tioårsperioden 2006-2015, 0,5% under femårsperioden 2011-2015, samt 0,1% (motsvarande SEK 0,1 miljarder) under 2015 (Bild 35). Under 2015 bidrog främst globala aktier (0,2 procentenheter) samt svenska aktier (0,1 procentenheter) till den aktiva avkastningen.

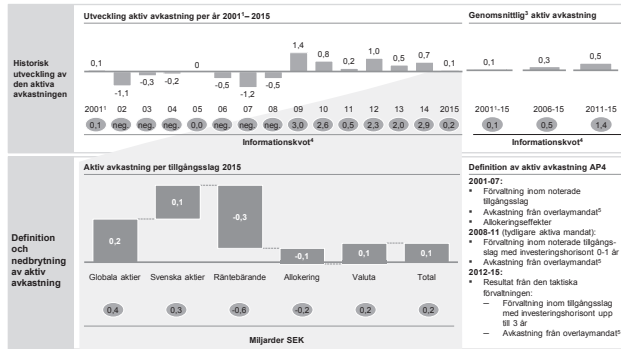
67 Avser 1 juli 2001

Bild 33

FJÄRDE AP-FONDEN

**Fjärde AP-fondens aktiva avkastning 2001<sup>1</sup>-2015**

Årlig aktiv avkastning före kostnader; Procent<sup>2</sup>



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 Geometriskt snitt 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 baserat på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar  
 5 Utgörs av aktiv valutaförvaltning 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 2015. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva förändringar i fondens organisation och strategi som genomförts under 2015 och att redovisa avkastningen från fondens totala portfölj samt de olika delarna i fondens investeringsverksamhet.

### **SJÄTTE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2015**

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 privata bolag i Norden.<sup>80</sup> 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 onoterade 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-bolag<sup>81</sup>. 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 Företagsinvesteringar och

<sup>80</sup> Enligt styrelsens tolkning av lagstadgat mandat

<sup>81</sup> Sjätte AP-fondens definition på venture capital-bolag är företag som vid investeringstidpunkten har en årlig omsättning på under SEK 20 miljoner och som har negativt kassaflöde alternativt behöver tillförsel av ägarkapital för fortsatt tillväxt

Fondinvesteringar (Bild 36). 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.

Under 2015 genomförde fonden följande viktiga förändringar:

- Fonden gjorde en ny saminvestering i Sivantos (tidigare Siemens Audiology Solutions). Under året börsintroducerades Tobii, där fondens ägarandel före introduktionen var cirka 7%. I december 2015 annonserades även försäljningen av Volvofinans. Affären förväntas stänga under andra halvåret 2016.
- Fonden gjorde även nya utfästelser till fonder om cirka SEK 2,5 miljarder, varav SEK 1,5 miljarder var inom Norden och SEK 1,0 miljarder utanför Norden. Totalt utfäst, men ännu inte sysselsatt kapital till nya fonder uppgår till SEK 6,8 miljarder.
- Under året fortsatte fonden utvecklingen av hållbarhetsarbetet med fokus på miljö och klimatavtryck genom bland annat intensifiering av arbetet av hållbarhetsspecialist som anställdes november 2014.
- Under året slutade 5 personer (varav fyra arbetade inom investeringsverksamheten och en inom administration) och en person anställdes. Ytterligare en person anställdes med anställningsstart under 2016.
- Fonden implementerade ett nytt affärssystem (eFront) som kan hantera både fond- och företagsinvesteringar.





Fondens redovisade kostnader har under 2006-2015 varierat mellan SEK 120 och 180 miljoner per år. 2015 uppgick fondens totala kostnader till SEK 127 miljoner (0,5%), varav SEK 106 miljoner utgjordes av interna förvaltningskostnader och gemensamma kostnader. Det här innebär att fondens kostnader har motsvarat 0,5-1,0% av det genomsnittliga kapitalet sedan 2006. I jämförelse med övriga AP-fonder är kostnaden högre som andel av totalt kapital, men jämförelsen har begränsad relevans givet fondernas olika verksamhetsinriktningar. Investeringar i noterade 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.

Bild 35

SJÄTTE AP-FONDEN

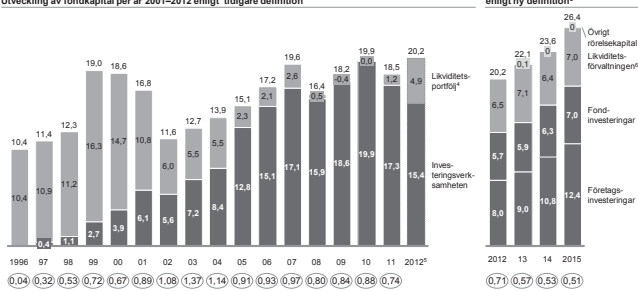
**Portföljutveckling Sjötte AP-fonden 1996–2015**

Totala tillgångar Sjötte AP-fonden<sup>1</sup>; SEK miljarder

Totala kostnader som andel av genomsnittligt förvaltad kapital<sup>2</sup>

Utveckling av fondkapital per år 2001–2012 enligt tidigare definition

Fondkapital 2012-2015 enligt ny definition<sup>3</sup>



<sup>1</sup> AP:s redovisningsprinciper inom tillgångsalaget Pinette Equity. I värdering görs vid årets utgång som inkluderar kvartal fyra. I) försädda värderingsprinciper av direktinvesteringar i noterade tillgångar samt kostnader för samtliga tillgångsförskostnader (inklusive förvaltningskostnader) och därmed inberäknat dessa i resultatet  
<sup>2</sup> Totala kostnader enligt definition i fondens årsredovisning, exklusive management fees redovisas som del i anskaffningsvärdet  
<sup>3</sup> Enligt den nya definitionen redovisas fond- och företagsinvesteringar separat. Noterade småbolagsportfölj redovisas som en del av likviditetförvaltningen. Sedan 2014 ingår även hedgegrupp i investeringsverksamheten vilka tidigare tillhört interbankens  
<sup>4</sup> Sedan 2003 interbankens i interbankens ingår fondens kreditförtjänande även korta tillgångarskulder samt eventuellt övrigt kapital som inte är klassificerat att ingå i investeringsverksamheten  
<sup>5</sup> Redovisas enligt tidigare definition för jämförbarhet med historisk utveckling  
<sup>6</sup> Per december 2015 förvaltades cirka 1,5 SEK miljarder i noterade småbolagsportfölj, cirka 5,1 SEK miljarder i räntelämpligheter, cirka 0,4 SEK miljarder i kassakontot  
 KÄLLA: Sjötte AP-fonden; McKinsey-analys

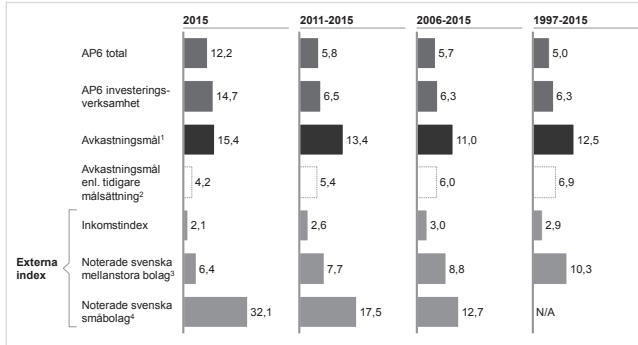
84 Jämförelsen försåras då detta i praktiken innebär att Sjötte AP-fonden behöver hålla en likviditetsreserv

Bild 36

SJÄTTE AP-FONDEN

**Resultat Sjtätte AP-fondens totala portfölj**

Genomsnittlig årlig avkastning efter totala kostnader, Procent



<sup>1</sup> Nytt avkastningsmål sedan 2012: SIX Nordic 200 Cap GI (gamla SH8 Nordic All-Share) + riskpremie om 2,6% baserat på fondens riskprofil och kassaallokering  
<sup>2</sup> Baserat på den målsättning som användes 2003-11: 4,6 % plus reporänta. Före 2003 var målet ett borsindex. Under 2015 var reporäntan -0,25%, under 2011-2015 var reporäntan 0,88% under 2006-2015 var reporäntan 1,03% samt under 1997-2015 var reporäntan 2,38%  
<sup>3</sup> Total avkastning för MSCI Swedish Mid cap (för svenska mellanstora bolag)  
<sup>4</sup> Total avkastning för MSCI Swedish Small cap (för svenska småbolag)

KÄLLA: Sjtätte AP-fonden; McKinsey-analys

**RESULTAT FÖR SJÄTTE AP-FONDENS INVESTERINGSVERKSAMHET 1997-2015**

Under perioden 2006-2015 genererade Sjtätte AP-fondens investeringsverksamhet en avkastning på 6,3% 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 låg likviditet. 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 39). Segmentet mogna bolag har genererat en årlig avkastning på 9,2% i företagsinvesteringar och 15,7% i fondinvesteringar (totalt 11,3%) under 2006-2015, vilket är strax över det totala avkastningsmålet på 11,0% och högre än index för noterade svenska mellanstora bolag (8,8%) samt lägre än noterade svenska småbolag (12,7%). Investeringarna i Venture Capital har påverkat resultatet för investeringsportföljen negativt under 2006-

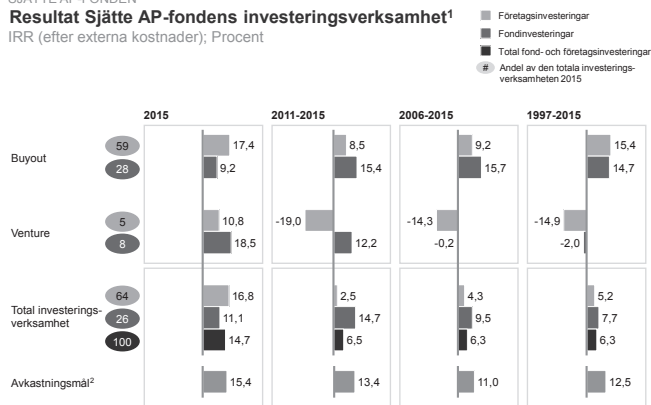
2015 och uppgick till -14,3% per år för företagsinvesteringar och till -0,2% per år för fondinvesteringar (totalt -7,2% per år) under 2006-2015 och nådde därmed inte upp till fondens avkastningsmål eller index för noterade svenska små- och mellanstora bolag. Sedan 2014 avkastar både företagsinvesteringar och fondinvesteringar i Venture Capital positivt med 10,8% respektive 18,5% för 2015. Under samma period, 2015, genererade investeringar i mogna bolag en avkastning på 17,4% i företagsinvesteringar och 9,2% i fondinvesteringar (totalt 14,6%) och nådde därmed inte det totala avkastningsmålet på 15,4%. Dock överträffade avkastningarna från både företagsinvesteringar och fondinvesteringar index för noterade svenska mellanstora bolag (6,4%). Ingen investeringskategori överträffade index för noterade svenska småbolag (32,1%).

Bild 37

SJÄTTE AP-FONDEN

**Resultat Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet<sup>1</sup>**

IRR (efter externa kostnader); Procent



<sup>1</sup> Från och med 2012 inkluderas endast investeringar i företags- samt fondinvesteringar (ej noterade småbolag) i investeringsverksamheten. Den historiska analysen utgår ifrån denna definition (noterade småbolag är ej inkluderade).  
<sup>2</sup> Nytt avkastningsmål sedan 2012: SIX Nordic 200 Cap GI (gamla SHB Nordix All-Share) + riskpremie om 2,5% baserat på fondens riskprofil och kassaallokering  
KÄLLA: Sjätte AP-fonden; McKinsey-analys

## 9. Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Sjunde AP-fondens verksamhet 2015. Utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2015 samt att redovisa fondens NAV<sup>85</sup>-avkastning och aktiva avkastning 2001-2015.

### **SJUNDE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2015**

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 2010<sup>86</sup> har Sjunde AP-fonden på riksdagens uppdrag<sup>87</sup> 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 40).

Grundfilosofin i Sjunde AP-fondens förvaltningsstrategi är passiv förvaltning men fonden förvaltar även en del av kapitalet aktivt (omkring 10% under 2015). 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 ekonomin<sup>88</sup>, 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.

AP7 Aktiefond har en global inriktning med 97% globala aktier, en hävstång som innebär en strategisk inriktning på 150% global aktiemarknadsexponering och aktiv förvaltning på utvalda marknader med fokus på kort till medellång sikt. Aktiefonden är externt

<sup>85</sup> Net Asset Value

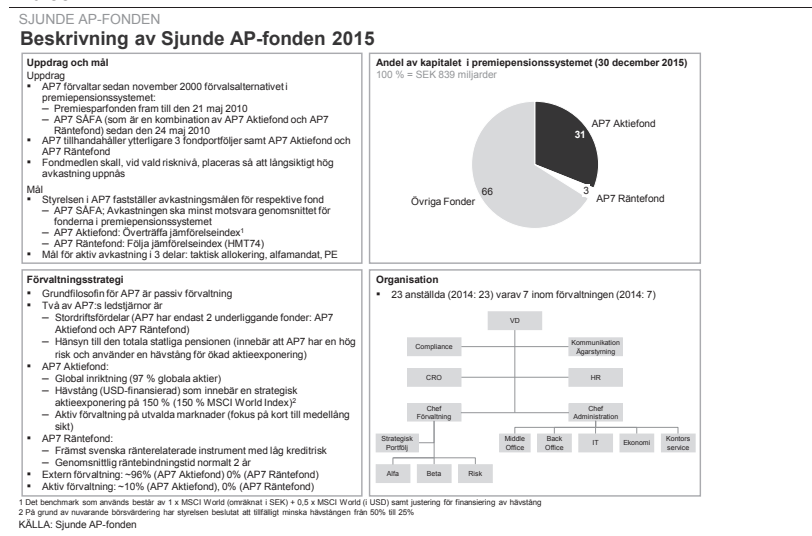
<sup>86</sup> Flytt av kapital skedde den 21 maj och 22-23 maj var ej handelsdagar

<sup>87</sup> Till följd av en lagändring (på förslag av regeringen)

<sup>88</sup> Inkomstpensionen har därmed en låg risk

förvaltat till 96% och har som mål att överträffa jämförelseindex<sup>89</sup>. AP7 Räntefond innehåller främst svenska ränterelaterade instrument med låg kreditrisk och har normalt en genomsnittlig räntebindningstid på 2 år. Fonden är internt förvaltat och förvaltas sedan 2012 passivt. 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.<sup>90</sup> När pensionsspararen blir äldre minskar 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 33% AP7 Aktiefond. Målet för AP7 Såfa är att uppnå en avkastning som överträffar genomsnittet för de privata fonderna i premiepensionssystemet.

Bild 38



Sjunde AP-fonden har vidare ett tredelat mål för medelfristig (5-10 år) och aktiv avkastning:

- Taktisk allokering<sup>91</sup>: 225 miljoner per år över en rullande femårsperiod.
- Alfamandat: 225 miljoner för 2015.

<sup>89</sup> 1 x MSCI World (omräknat i SEK) + 0,5 x MSCI World (i USD) samt justering för finansiering av hävstång

<sup>90</sup> Högre risk möjliggör en högre förväntad avkastning över tid

<sup>91</sup> Avsteg från den strategiska hävstången på 50%

- Riskkapital: 2 procentenheter över MSCI All Country World Index per år över en rullande 10-årsperiod.

Vid utgången av 2015 hade fondens organisation 23 anställda varav sju inom förvaltningen. År 2014 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 2015:

- Under året minskade fonden hävstången från 50% till 25%. Styrelsen beslutade att justera ned hävstången på några års sikt med hänsyn till börsens nuvarande värderingar samt fondens risktolerans.
- Fonden fortsatte sitt fokus på risk, kontroll och regelefterlevnad genom ökat fokus på riskhantering i första linjen av fyra medarbetare som anställdes under 2014. Fonden vidareutvecklade även sin processtyrning och stärkte Chief Risk Officers och Compliance Officers oberoende, samt vidareutvecklade rutiner och processer inom exempelvis dokumentation av processer, rapportering till ledning och styrelse och uppdatering av regelverk och policys.
- Under året fortsatte fonden arbetet med hållbarhet genom utveckling av ESG-arbetet samt integrering med förvaltningen. Som en del av ESG-arbetet har fonden under året valt att fokusera på klimat som ett tema (i tillägg till 2014 års tema riskkapital; 2016 års tema är vatten).
- Under andra halvåret av 2015 har ledningen spenderat tid på remissvar gällande AP-fondsutredningen.

### **SJUNDE AP-FONDENS RESULTAT 2001-2015**

Sjunde AP-fonden förvaltade vid slutet av 2015 33,8% av totala premiepensionssystemets kapital, varav 31,1% i AP7 Aktiefond och 2,6% i AP7 Räntefond (Bild 41). Sedan år 2000 har Sjunde AP-fondens andel av totala premiepensionssystemet ökat med totalt 3,2 procentenheter.

Fondbolagets faktiska kostnader, inklusive courtage för Aktiefonden, som andel av kapital för Aktiefonden och Räntefonden 31 december 2015 uppgick 2015 till 0,08% (0,08% 2014) för AP7. Förvaltningsavgiften för AP7 Aktiefond respektive AP7 Räntefond uppgick 2014 till 0,12% (0,12% 2014) respektive 0,05% (0,05% 2014) av fondens förmögenhet. Genomsnittlig förvaltningsavgift hos de omkring 830 fonder som ingick i premiepensionssystemet 31 december 2015 var 0,92% (0,31% efter rabatter).

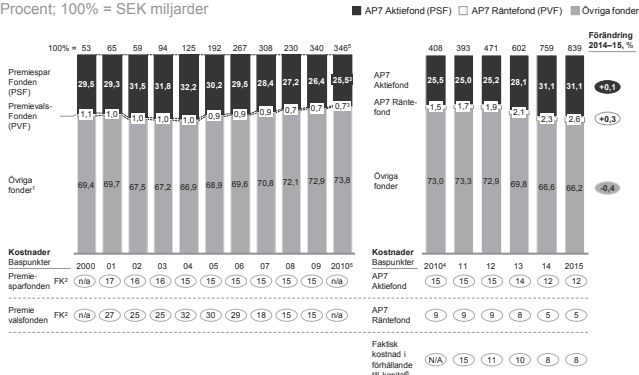
Bild 39

SJUNDE AP-FONDEN

**Utveckling av det totala kapitalet i premiepensionssystemet 2000–2015**

Andel av det totala kapitalet i premiepensionssystemet per 31 december<sup>3</sup>

Procent; 100% = SEK miljarder



1 = 430 valbara fonder per 31 december 2015  
 2 FK: förvaltningskostnader  
 3 För 2010: 21 maj 2010  
 4 31 december 2010; 5 31 maj 2010; 6 Kapital för aktiefond och räntefond  
 KÄLLA: Sjunde AP-fonden; Pensionsmyndigheten; Försäkringskassan; McKinsey-analys

Under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2015 genererade förvalsalternativet Såfa i genomsnitt en avkastning på 14,7% per år, medan premiepensionsindex hade en genomsnittlig avkastning på 8,2% per år (Bild 42). 2015 var avkastningen på Såfa 6,3%, jämfört med 6,7% för premiepensionsindex.

Sjunde AP-fondens Aktiefond avkastade 6,6% 2015 och i genomsnitt 15,5% per år under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2015. Aktiefondens avkastning låg över fondens jämförelseindex under 2015 och strax under jämförelseindex för perioden 24 maj 2010 till 31 december 2015. Aktiefondens avkastning överträffade MSCI All Country World Index under båda perioderna.

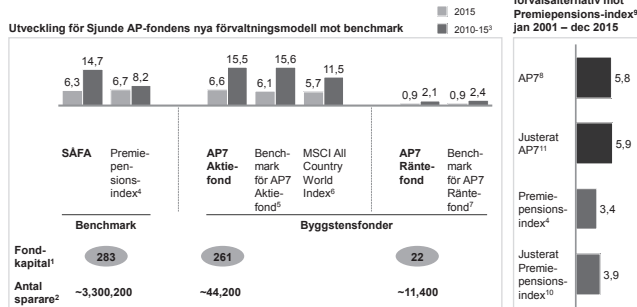
Sjunde AP-fondens Räntefond avkastade 0,9% under 2015 vilket var i linje med jämförelseindex, och avkastade i genomsnitt 2,1% per år under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2015, vilket var lägre 0,3 procentenheter lägre än fondens jämförelseindex.

Bild 40

SJUNDE AP-FONDEN

**Utveckling för Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell 24 maj 2010 – 31 dec 2015**

Årlig avkastning; Procent



<sup>1</sup> Övergripande kapital investerat via Försäkring, Balanserat och Offentligt. <sup>2</sup> Antalet sparare som aktivt vill att investera hela eller delar av sin portfölj i en av byggestiftandena (investeringar via SAFA och statens fondportföljer ej inkluderade) 2015-12-31. <sup>3</sup> 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 även PH och Kassa. <sup>4</sup> Genomsnittlig avkastning för fonderna i premiepensionsystemet (exklusive AP7:s produkter). <sup>5</sup> AP7:s benchmark för AP7 Aktiefond kommer till normal bas av 1 x MSCI ACWI II (SEK) + 0,5 x MSCI ACWI II (USD) samt justering för finansiering av hävning. För 2010 är benchmark anpassat för hävningens successiva uppbyggnad under året. <sup>6</sup> SEK men ej valutakursvärdet. <sup>7</sup> HMSCI13 för 2010 och HMTF4 för 2010-2015. <sup>8</sup> Utgåva av PSF jan 2001-maj 2010 och SAFA maj 2010-dec 2015. <sup>9</sup> SAFA baserat den 30 december 2015 av 12,2% AP7 Aktiefond och 7,8% AP7 Räntefond. <sup>10</sup> Genomsnittlig avkastning för premiepensionsindex justerat för avgifter och rabatter. <sup>11</sup> Utgåva av PSF jan 2001-maj 2010 och SAFA maj 2010-dec 2015, justerat för avgifter och rabatter

KÄLLA: Sjunde AP-fonden; Pensionsmyndigheten; AP7 Årsredovisning; McKinsey-analys

För perioden sedan start, 2001-2015, har Sjunde AP-fondens förvaltsalternativ<sup>92</sup> i genomsnitt avkastat 5,8% per år jämfört med 3,4% per år för premiepensionsindex. Justerat för rabatter<sup>93</sup> var den genomsnittliga avkastningen för Sjunde AP-fondens förvaltsalternativ under samma tidsperiod 5,9% och för premiepensionsindex 3,9% per år.

Under den senaste tioårsperioden 2006-2015 har förvaltsalternativet i genomsnitt avkastat 8,2% per år justerat för rabatter och premiepensionsindex 5,6%<sup>94</sup>. För den senaste femårsperioden 2011-2015 har förvaltsalternativet med en avkastning på i genomsnitt 13,8% per år, justerat för rabatter, överträffat premiepensionsindex som har haft en genomsnittlig avkastning på 7,7% per år<sup>95</sup>.

**SJUNDE AP-FONDENS AKTIVA AVKASTNING 2001-2015**

Den aktiva avkastningen 2015 för Sjunde AP-fondens Aktiefond respektive Räntefond var 56 respektive -1 baspunkter<sup>96</sup> (Bild 43). För perioden 24 maj 2010 till 31 december

<sup>92</sup> Premiesparfonden jan 2001-maj 2010 och SÅFA maj 2010- dec 2015

<sup>93</sup> 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

<sup>94</sup> Rabatten har under denna period varit 63,1% för premiepensionsindex och 8,8% för SÅFA

<sup>95</sup> Rabatten har under denna period varit 65,8% för premiepensionsindex och 0% för SÅFA

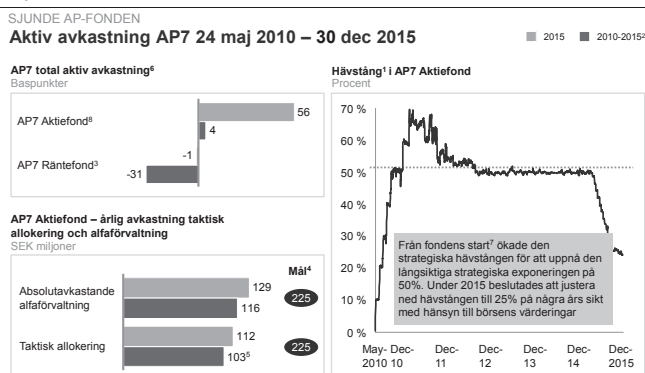
<sup>96</sup> Räntefonden förvaltas passivt sedan 2012. Negativ avvikelse från jämförelseindex till följd av att jämförelseindex ej gick att replikera fullt ut



2015 var den aktiva avkastningen för Aktiefonden respektive Räntefonden 4 respektive -31 baspunkter per år.

Den absolutavkastande alfaförvaltningen, som utvärderas på årsbasis, hade en avkastning på SEK 129 miljoner 2015 jämfört med det årliga avkastningsmålet om SEK 225 miljoner. Den genomsnittliga avkastningen för perioden 24 maj 2010 till 31 december 2015 var SEK 116 miljoner. Den taktiska allokeringen har en femårig utvärderingshorisont med ett mål om SEK 225 miljoner i genomsnitt per år. Avkastningen under 2015 var SEK 112 miljoner och den årliga genomsnittsavkastningen för perioden 2012-2015 var SEK 103 miljoner.

Bild 41



1 Inkluderar strategisk samt dynamisk hävstång. 31 dec 2015 var den strategiska hävstången -24,1% (exponering SEK -63 miljarder). Den dynamiska hävstången var vid samma tidpunkt -2,6% (exponering SEK -2 miljarder)

2 Geometriskt snitt baserat på skillnaden mellan den årliga avkastningen för aktie- eller räntefonden samt respektive benchmark

3 AP7 Räntefond förvaltar passiva vinsten början av 2015. Negativ avkastning med penningreserven 2010-2015 till följd av att penningreserven ej gick att replikera fullt.

4 Absolutavkastande alfaförvaltning har ett årligt avkastningsmål medan den taktiska allokeringen utvärderas i genomsnitt över en 5-årsperiod

5 Måttavsett infördes under 2012, den genomsnittliga avkastningen om SEK 103 miljoner gäller för perioden 2012-2015

6 Aktiv avkastning före kostnader

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

KÄLLA: Sjunde AP-fonden; McKinsey-analys

## 10. Fördjupningsområde kring AP-fondernas riskhantering, kontroll och regelefterlevnad

### INTRODUKTION

Som en del av den årliga utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2016 definierade Finansdepartementet ett fördjupningsområde avseende fondernas arbete med riskhantering, kontroll och regelefterlevnad (compliance). Syftet med fördjupningen är att skapa transparens och jämförelse mellan AP-fonderna samt på utvalda områden göra jämförelser med andra ledande institutionella investerare.

Analysen omfattar en helhetssyn på AP-fondernas arbete med riskhantering, kontroll och regelefterlevnad baserat på konkreta parametrar och jämförelser med andra ledande institutionella investerare. Fördjupningen omfattar Första till Fjärde AP-fonderna samt Sjunde AP-fonden. Sjätte AP-fonden inkluderas ej i årets fördjupningsarbete, given fonden annorlunda roll, inriktning och regelverk. Resultaten från fördjupningen presenteras i tre steg. Först ges en introduktion till de ramverk som använts för att analysera fondernas arbete med riskhantering, kontroll och regelefterlevnad. Därefter presenteras en översikt av hur fonderna arbetar med riskhantering, följt av en översikt av hur fonderna arbetar med kontroll och efterlevnad. Inom ramen för vardera översikt görs även valda jämförelser med andra ledande institutionella investerare.






För att skapa förståelse kring AP-fondernas arbete med riskhantering, kontroll och regelefterlevnad har djupintervjuer genomförts med 5-7 nyckelpersoner per AP-fond (inklusive representanter från samtliga fonders styrelser, totalt omkring 30 intervjuer). I tillägg har existerande dokumentation analyserats, såsom riskhanteringsplaner, riktlinjer, policys, instruktioner, interna och externa rapporter samt relevanta lagtexter, föreskrifter och regelverk. Vidare har personer som arbetar på andra institutionella investerare eller med erfarenhet från branschen intervjuats. McKinseys interna expertnätverk har också använts för att göra jämförelser med andra ledande institutionella investerare.

Analysen fokuserar på att kartlägga AP-fondernas arbete med riskhantering, kontroll och regelefterlevnad på ett antal konkreta områden eller "markörer" (till exempel bemanning, organisation och rapportering) och jämföra med andra institutionella investerare. Det är viktigt att notera att analysen fokuserar på ett urval områden eller "markörer" som ger förutsättningar för och kan bidra till god riskhantering, kontroll och regelefterlevnad. Analysen är dock inte heltäckande (och ser inte till specifika innehav) och den ger inte svar på om fonderna kommer vara framgångsrika i sin riskhantering, kontroll och regelefterlevnad.

Fördjupningen har delats upp i två områden. Först analyseras AP-fondernas riskhantering där fem områden har belysts: riskstrategi, organisation och styrning, processer och systemstöd, kompetensutveckling och samarbeten samt historisk utveckling och prioriteringar framåt (Bild 42).

Bild 42





**Ramverk för utvärderingen av fondernas riskhantering**

		Område
1	 Utveckling & prioriteringar framgent	<ul style="list-style-type: none"> <li>Utveckling inom fondens arbete med risk, kontroll och efterlevnad senaste 3-5 åren och prioriterade områden framåt</li> </ul>
2	 Riskstrategi	<ul style="list-style-type: none"> <li>Översikt, definition och hantering av huvudsakliga risker</li> <li>Nyckeltal för huvudsakliga risker</li> <li>Dokumentation av riskstrategi</li> </ul>
3	 Organisation och styrning	<ul style="list-style-type: none"> <li>Beskrivning av riskfunktion (inkl. regelefterlevnad)</li> <li>Översikt av ansvar, roller och mandat</li> <li>Styrelsens involvering</li> </ul>
4	 Processer & systemstöd	<ul style="list-style-type: none"> <li>Princip för risk- och compliancehantering</li> <li>Löpande riskhantering</li> <li>Systemstöd och verktyg</li> </ul>
5	 Kompetensutveckling & samarbeten	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kompetensutveckling &amp; utbildning</li> <li>Samarbeten mellan AP-fonderna eller med andra aktörer</li> </ul>

Därefter analyseras kontroll och regelefterlevnad (compliance) med fokus på fyra områden: översikt över styrande regelverk, efterlevnad av regelverk, skillnader i regelverk jämfört med andra svenska privata institutionella aktörer och frivillig regelefterlevnad utöver styrande regelverk (Bild 43).

Bild 43

**Ramverk för utvärderingen av kontroll och regelefterlevnad**

		Område
1	 <b>Styrande regelverk</b>	▪ Översikt över de huvudsakliga styrande regelverken för AP-fonderna
2	 <b>Efterlevnad av regelverk</b>	▪ Efterlevnad av huvudsakliga regler de senaste åren för AP-fonderna
3	 <b>Skillnader mot andra privata aktörer</b>	▪ Huvudsakliga regelverk för andra institutionella investerare samt jämförelse med regelverk för AP-fonderna
4	 <b>Frivillig regelefterlevnad</b>	▪ Översikt över frivillig regelefterlevnad av AP-fonderna för ett urval av relevanta lagar och regelverk

Det är viktigt att poängtera att det finns skillnader mellan Första till Fjärde AP-fonderna och Sjunde AP-fonden som bör beaktas vid en jämförelse fonderna emellan. Framför allt skiljer sig Sjunde AP-fonden gentemot övriga, då fonden har en annan roll i pensionssystemet, är en mindre fond med en mindre organisation, samt styrs av delvis andra regelverk.

## RISKHANTERING

### Riskstrategi

AP-fonderna identifierar samma typ av huvudsakliga risker i linje med andra institutionella investerare (Bild 44). Finansiella risker delas upp i marknadsrisker och kredit- och likviditetsrisker. Marknadsrisker består av aktiekursrisk, ränterisk och valutarisk medan kredit- och likviditetsrisker består av motpartsrisk, emittentrisk och likviditetsrisk. Operativ risk är bredare i sin definition av komponenter, men kan generellt beskrivas med följande delar: processrisk, person- och personalrisk, IT-, modell- och analysrisk, kultur, legal risk och ESG-risk<sup>97</sup>.

Marknadsrisker optimeras för att generera avkastning genom att ta positioner i tillgångar, där aktiekursrisk genereras genom svängningar i aktiepriser, ränterisk genom

<sup>97</sup> ESG-risk kan också vara marknadsrisk beroende på klassificering utifrån situationen, mer i följande stycken

fluktuerande räntor och valutarisk genom fluktuerande valutakurser. Den generella hanteringsstrategin för AP-fonderna är att övergripande risknivå kontrolleras genom en normalportfölj<sup>98</sup> som baserar sig på de lagstadgade placeringsreglerna och styrelsens långsiktiga riskaptit och styrelsen ger sedan ett förvaltnings- och riskmandat till VD. Framtida avkastning och risknivå beräknas genom exponeringar, scenarioanalyser, modelleringar och känslighetsanalyser. Alternativa investeringar genomlysas också genom due diligence-processer som exempelvis inkluderar ESG-risker.

Kreditrisk optimeras delvis för att generera avkastning och minimeras delvis för att minska risken för att värdepappret inte återbetalas eller annat åtagande i ett kontrakt inte följs. Motpartsrisker hanteras genom motpartslimiter, krav på ISDA-avtal<sup>99</sup> (ibland även CSA<sup>100</sup>) och monitorering av exponeringar. Emittentrisk hanteras genom begränsningar av placeringsuniversum, kreditratings och godkända motparter. Likviditetsrisk optimeras för att generera avkastning där risken består av att önskade eller nödvändiga ändringar i portföljen inte kan genomföras – för AP-fonderna är den slutgiltiga likviditetsrisken att inte kunna göra de utbetalningar som pensionssystemet kräver. Detta regleras dock till största del genom att placeringsreglerna kräver 30% räntebärande papper vilket är en likvid tillgång.

Operativ risk är en medveten eller omedveten felaktig hantering som orsakas av undermåliga processer, inadekvata system eller otillräcklig kontroll. ESG-risker kan delvis beskrivas som en operativ risk men också som en marknadsrisk, och definieras som risken att placeringar åstadkommer exponering i företag som inte behandlar exempelvis miljö- och styrningsfrågor på ett etiskt sätt. Hanteringen av operativa risker skiljer sig mellan fonderna. Förutom tydlig dokumentation för regelverk, processer, ansvar samt rapportering, har samtliga någon typ av årlig kartläggning baserad på analys av självutvärdering där ansvar och åtgärdsplaner tydliggörs. Vidare loggar samtliga fonder operativa incidenter och rapporterar till ledning. Däremot skiljer sig hanteringen mellan fonderna i omfattning, exempelvis när det gäller områden och processer som belyses, och systematik, exempelvis hur processen för självutvärdering går till, klassificeringar och frekvens.

<sup>98</sup> Benämns olika i respektive fond, oftast normal- eller referensportfölj men ibland också strategisk portfölj

<sup>99</sup> International Swaps and Derivatives Association. ISDA-avtal är ett standardavtal för att reglera handel av derivat mellan två motparter

<sup>100</sup> Ett annex till ISDA-avtalet som reglerar hur den part som har en utestående skuld (realiserad förlust) måste ställa säkerhet för skulden i form av likvida medel eller värdepapper

Bild 44

Definition samt övergripande hanteringsstrategi för huvudsakliga risker

Risktyp	Definition	Hanteringsstrategi i AP-fonderna
<b>Marknadsrisk</b> <b>Aktiekursrisk</b> <b>Ränterisk</b> <b>Valutarisk</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Avkastning genereras genom positioner med olika grader av marknadsrisk                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Aktiekursrisk: svängningar i aktiekurser</li> <li>Ränterisk: fluktuerande räntor</li> <li>Valutarisk: fördelaktiga eller ofördelaktiga utvecklingar i valutakurser</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Riskenivån kontrolleras genom en normalportfölj<sup>1</sup> som baseras sig på APL och styrelsens långsiktiga riskapit</li> <li>Styrelsen ger VD ett förvaltningsmandat som denne kan delegera vidare genom ytterligare risk- och limitmandat</li> <li>Framtida avkastning och riskenivå beräknas genom exponeringar, scenarionanalyser, modelleringar och känslighetsanalyser</li> <li>Alternativa investeringar<sup>4</sup> genomlysas genom due diligence-processer som inkluderar ESG-risker</li> </ul>
<b>Kredit- &amp; Motpartsrisk</b> <b>Emittentrisk</b> <b>Likviditetsrisk</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kreditrisk: värdepappret återbetalar inte det nominella beloppet eller att påtagandet i ett kontrakt icke följs</li> <li>Likviditetsrisk: önskade eller nödvändiga ändringar i portföljen kan inte genomföras<sup>2</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Motpartsrisk minimeras och optimeras genom motpartslimit, krav på ISDA-avtal (ibland CSA) och monitorering av exponering</li> <li>Emittentrisk optimeras med val av kreditratings, listor av godkända motparter och begränsningar av placeringsuniversum</li> <li>Likviditetsrisk hanteras genom kontroll av motparter och buffert av likvida tillgångar samt med hjälp av likviditetsprognoser och stresstest</li> </ul>
<b>Operativ risk</b> <b>Processrisk</b> <b>Person- och personalrisk</b> <b>IT- och modell-/analytiker</b> <b>Risikkultur</b> <b>Legalrisk</b> <b>ESG-risk<sup>3</sup></b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Medveten eller omedveten felaktig hantering som orsakas av undermåliga processer, inadekvata system eller otillräcklig kontroll</li> <li>ESG-risker anses som risken för att placeringar åstadkommer exponering i företag som inte behandlar t.ex. miljö- och social styrning på ett etiskt sätt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Hanteringen skiljer sig mellan fonderna, men samtliga fonder                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Har tydliga dokumentationer för regelverk, processer, ansvar och behörigheter, samt rapportering</li> <li>Gör årliga kartläggningar baserat på självutvärdering där ansvar och åtgärdsplaner tydliggörs</li> <li>Loggar operativa incidenter och rapporterar till ledning</li> </ul> </li> <li>Däremot skiljer det sig mellan fonderna i omfattning (områden/processer) och systematik (hur går processen till, vilka nyckeltal mäts)</li> <li>ESG hanteras genom ägarpolicy och monitorering av motparter</li> </ul>

<sup>1</sup> Benämns olika i respektive fond, oftast normal eller referensportfölj men benämns också b.l.a. strategisk portfölj

<sup>2</sup> Kan vara både en operativ risk och/eller en del av marknadsrisken för en investering

<sup>3</sup> I situationer är likviditetsrisken att inte kunna göra de utbetalningar pensionsystemet kräver

<sup>4</sup> Alternativt komplexa investeringar eller onoterade investeringar

KÄLLA: Riskhanteringsplaner; intervjuer med AP-fonderna; intervjuer med internationella riskexperter och personer inom branschen

I linje med ovanstående mäts därför finansiella risker på liknande sätt i fonderna, där volatilitet, aktiv risk (eng.: tracking error) och Value at Risk är de huvudsakliga nyckeltalen för att beskriva övergripande finansiell risk – dessa och nyckeltalen per typ av risk är standardmått i branschen för att mäta finansiell risk. Operativa risker mäts på övergripande nivå på liknande sätt genom totalt antal incidenter, men klassificeringen av dessa incidenter skiljer sig mellan fonderna. Även detta är i linje med övriga i branschen som också visar på stor bredd i hanteringen och mätningen av operativa nyckeltal. Tredje och Fjärde AP-fonderna håller för närvarande på att se över arbetet med processkartläggningar som en del av hanteringen av operativa risker (Bild 45).

Bild 45

Huvudsakliga nyckeltal per risktyp

✓ Stämmer ✓ Stämmer delvis

Risiktyp	Nyckeltal <sup>1</sup>	Beskrivning	AP1	AP2	AP3	AP4	AP7	Kommentar
Finansiella risker	Volatilitet (%)	Standardavvikelsen på portföljens avkastning	✓	✓	✓	✓	✓	• Standardmått för finansiell risk
	Aktiv risk/ tracking error (%)	Standardavvikelsen på skillnaden i avkastning jämfört med normalportföljen	✓	✓	✓	✓	✓	• Internationellt standardmått för risk som kan vara komplext att förstå
	Value at Risk (med SEK)	Storleken på det riskerade beloppet under viss tid och med viss konfidenznivå	✓	✓	✓	✓	✓	• Internationellt standardmått för risk som är mer intuitivt att förstå • Används i mindre utsträckning av fonderna då måttet har några krav på systemstöd för beräkningar (int. aktiv risk) • AP7 använder förenklande Tracking error snittet?
Marknadsrisk	Aktierisik	Volatilitet (%)	✓	✓	✓	✓	✓	• Standardmått för aktierisk
	Ränterisk	Duration (år)	✓	✓	✓	✓	✓	• Standardmått för ränterisk • AP4 använder även dollarduration
	Valutarisk	Andel av portfölj exponerad mot viss valuta	✓	✓	✓	✓	✓	• Standardmått för valutarisk
	Motpartersk	Andel av portfölj exponerad mot viss motpart eller emittent	✓	✓	✓	✓	✓	• Standardmått för motpart/emittentrisk • Även exponering mot kreditrating eller sektor/ område används • AP4 mäter även aktiv kreditrisk mot normalportföljen
Specifikationsrisk	Emittentrisk	Koncentration per motpart eller emittent (%)	✓	✓	✓	✓	✓	• Givet 30% räntor enligt APL är likviditetsnyckeltal ej i fokus för fonderna
	Likviditetsrisk	Likviditet (%/tid)	✓	✓	✓	✓	✓	
Operativa risker (svart)								
Övergripande	Antal incidenter per år	Antal incidenter totalt eller per subkategori loggas i risk- eller incidentlogg	✓	✓	✓	✓	✓	• Operativa risker är bredare i sin definition vilket också syns vid internationella jämförelser – det finns en stor bredd i vad och hur man mäter operativa risker
Processrisk			✓	✓	✓	✓	✓	• AP-fonderna visar på variation i omfattning, djup och systematik
Person- och personrisk			✓	✓	✓	✓	✓	• Samtliga fonder loggar totala antalet incidenter
IT och meddel- och analysrisk			✓	✓	✓	✓	✓	• AP2, AP7 och delvis AP3 har en tydlig rapportering per subkategori
Legatärisk			✓	✓	✓	✓	✓	• AP3 och AP4 håller för närvarande på att arbeta med processkartläggningar som en del av arbetet med operativa risker
Övrigt			✓	✓	✓	✓	✓	• Notera att följande bokser inte betyder att man inte beaktar risikolösen utan endast att man inte har en separat rapportering av dem

1 Avera huvudsakliga nyckeltal för AP-fonderna  
 2 Framtäckande tracking error i procent kan användas på samma sätt som Value at Risk

KÄLLA: Riskhanteringsplaner, intervjuer med AP-fonderna, intervjuer med internationella riskexperter och personer inom branschen

Fonderna beskriver sin riskstrategi i riskhanteringsdokumentet enligt lag. Samtliga fonder följer lagens krav på att en plan skall finnas, huvudsakliga risker definieras och hantering av dessa skall beskrivas. Planerna innehåller samma komponenter; organisation, ramverk för riskhantering, risktyper och hantering samt rapportering, men skiljer sig ibland i omfattning. Exempelvis har Sjunde AP-fonden delat in operativa risker i flera nivåer och beskrivit specifika hanteringsstrategier, medan Första AP-fonden övergripande har definierat operativ risk och dess hantering.

Organisation och styrning

Samtliga AP-fonder har tydligt definierat ansvar för risk och compliance, men fonderna har valt olika organisationsmodeller för riskfunktionen. Alla har separerat ansvaret för risk från investeringsverksamheten vilket säkerställer oberoendet och minskar risken för intressekonflikter mellan förvaltnings- och riskbedömningar. Fonderna har två varianter av oberoende riskfunktion: en där riskfunktionen är kombinerad med administration och en renodlad funktion där ansvarig chef för risk endast ansvarar för risk (Bild 46). Första och Tredje AP-fonderna har valt den första modellen, kombinerad, medan Andra, Fjärde och Sjunde AP-fonderna har valt den senare modellen, renodlad. Även andra institutionella investerare visar på bredd i val av organisationsmodell då valet beror på organisationens förutsättningar så som storlek (antal anställda) och förvaltningsmodell (uppdrag eller andel kapital förvaltad internt). Den renodlade modellen anses dock säkerställa störst oberoende på sikt då organisationen inte heller har intressekonflikter med annan administration. Compliance är mindre funktioner hos fonderna med 0,5-1,5

heltidstjänster. I samtliga fall rapporterar Compliance Officer direkt till VD och styrelse även om rollen organisatoriskt befinner sig under antingen VD eller riskchef.






Noterbart är att Första AP-fonden gjort en organisatorisk förändring 2015-2016 och har en ny riskchef sedan januari 2016, som organisatoriskt rapporterar till Chief Operating Officer (COO) och ansvarar för risk och middle office. Detta skiljer sig något från andra fonder eftersom ansvarig för risk inte sitter i ledningsgruppen – dock rapporterar riskchefen direkt till VD och sitter med i relevanta riskforum. I Tredje AP-fonden är högsta ansvarig för risk också ansvarig för administration och har således titeln Chief Risk Officer och Chief Financial officer. Fjärde AP-fonden har i februari 2016 fattat beslut om att compliance skall separeras från riskfunktionen och framöver ligga direkt under VD. Sjunde AP-fonden gjorde 2014 en större omorganisation där ett aktivt beslut togs att organisera sin, jämfört med Första till Fjärde AP-fonderna, mindre risk- och compliance-funktion kring tre försvarslinjer och delegera all löpande kontroll till första försvarslinjen (verksamheten) men att ansvarig för risk (CRO) respektive compliance (CO) rapporterar direkt till VD och utgör andra försvarslinjen. Sjunde AP-fonden arbetar enligt samma modell som Andra och Fjärde AP-fonderna men med färre antal anställda som arbetar med risk, motiverat av en annan förvaltningsmodell (exempelvis inga alternativa investeringar och högre andel kapital externt förvaltad vilket leder till mindre resursbehov internt) samt något mindre fond.

Första till Fjärde AP-fonderna har 6-8 heltidsanställda som arbetar med risk och compliance, vilket motsvarar SEK 40-50 miljarder förvaltad kapital per anställd medan Sjunde AP-fonden har två heltidsanställda i andra försvarslinjen och två till fyra heltidsanställda i första försvarslinjen, vilket motsvarar omkring SEK 70 miljarder per person. Detta är i linje med andra ledande internationella pensionsfonder som har omkring SEK 50 miljarder per anställd inom risk i genomsnitt även om denna typ av jämförelse kan vara vanskelig på grund av mängden variabler som påverkar.



Bild 46

## Organisationsmodeller och resurser per fond

Fond	Resurser <sup>1</sup> FTE	Fond- kapital per FTE Mdr SEK	Integrerad i inv. verk.	Oberoende fr. inv. verk.		Com- pliance officer <sup>2</sup>	Kommentarer
				Kombinerad <sup>3</sup>	Renodlad		
 AP1	7	40		✓		✓	• Organisatoriska förändringar 2015-2016 inkl. ny chef för risk sedan januari 2016. Riskchef organisatoriskt under COO (tidigare riskchef) vilket skiljer sig något från andra fonder då riskchef inte sitter i ledningen. Riskchef sitter dock med i relevanta riskforum och rapporterar direkt till VD
 AP2	8	40			✓	✓	• Nuvarande chefsjurist ansvarig för compliance. Januari 2016 anställdes en ny jurist som enbart skall arbeta med complianceägar
 AP3	6	50		✓		✓	• Riskchef (CRO) är också CFO vilket innebär ansvar för administrativa enheter • Compliance officer har varit mamma- och tjänstefrig under ca två år. Chefsjurist samt CRO har skött arbetet under tiden
 AP4	8	40			✓	✓	• Täcker även in arbetet med ALM (normalportföljen) • Compliance ligger flövdare under Chief ethics- och riskkontroll men med direkt rapportering till ledningsstyrelse. Under år 2016 skall compliance dock brytas ut från organisationen och i fortsättningen ligga under VD
 AP7	2-6	70 <sup>4</sup>			✓	✓	• Större omorganisation 2014 där aktiva val kring tre försvarsnär togs. All löpande kontroll är delegerat till första försvarsnär (verksamheten) och CRO och CO ansvariga för andra försvarsnär • AP7 är en mindre organisation samt har större del av förvaltningen extert, vilket leder till mindre resursbehov internt

<sup>1</sup> Avser resurser i risk- och avkastningsanalys samt compliance  
<sup>2</sup> Rapporterar direkt till VD/styrelse  
<sup>3</sup> Delvis ej direkt jämförbart med övriga fonder p.g.a. hög andel extern förvaltat kapital, storlek (FTE:er) och organisationsmodell där man valt att lägga riskhantering i förläta linjen  
<sup>4</sup> Kombinerad med annan administrativ verksamhet  
KÄLLA: Intervjuer med AP-fonderna; organisationskartor; intervjuer med internationella riskexperter och personer inom branschen

Fondernas styrelse har utifrån en tolkning av lagen och sitt uppdrag definierat en övergripande riskpreferens. Därefter har styrelserna delegerat ett förvaltningsuppdrag till VD som innehåller ett riskmandat. Mandatet skiljer sig i storlek och typ mellan fonderna men är oftast en kombination av aktiv risk i procent kombinerat med intervaller av tillåtna limiter för kapitalallokering till olika tillgångsklasser i linje med lagstadgade placeringsregler. VD har sedan delegerat hela eller delar av mandatet vidare till förvaltningschefen (CIO) som delegerat mandatet vidare. Mandaten kan byta form vid vidare delegering. Allt detta dokumenteras i riktlinjer, policys och instruktioner. Ansvarig för risk ansvarar för att kontrollera att riskmandaten följs på samtliga delegerade nivåer medan Compliance Officer kontrollerar att lagrum och interna regelverk följs.

Andra AP-fonden har valt att ha både ett riskutskott (mer än sex träffar per år) och ett revisionsutskott (tre träffar per år varav en tillsammans med riskutskottet för gemensam planering). Fjärde AP-fonden har ett riskutskott (fem träffar per år) och Första (tre till fyra träffar per år), Tredje (fyra träffar per år) och Sjunde AP-fonden (fem träffar per år) har ett revisionsutskott som också behandlar riskfrågor. Sjunde AP-fonden har dessutom ett konjunkturråd som fokuserar på riskbedömningen för hävstången. Fonderna som inte har ett riskutskott har diskuterat om de ska etablera ett separat riskutskott, men gjort bedömningen att det inte är rätt för deras fonder i dagsläget, bland annat på grund av att det skulle vara samma personer i ett riskutskott som i nuvarande revisionsutskott och begränsningar i fondernas möjlighet att arvoda mer styrelsearbete i utskott. Andra svenska institutionella investerare har oftast ett revisionsutskott som också behandlar

riskfrågor. Samtliga AP-fondstyrelser får riskrapporter till varje styrelsemöte där ansvarig för risk alltid närvarar och ger en muntlig presentation och svarar på frågor från styrelsen. En skriftlig compliance rapport bereds till varje styrelsemöte på Tredje, Fjärde och Sjunde AP-fonderna. Compliance officer medverkar alltid på styrelsemöten för avrapportering till styrelsen (i Tredje AP-fonden täcker CRO och Chefsjurist då Compliance Officer är tjänstledig<sup>101</sup>). Vidare gör samtliga styrelser en årlig risk- och complianceöversikt som dras i styrelsen (Bild 47).

Bild 47

Styrelsens utskott			Hur diskuteras risk och compliance löpande på styrelsemöten?
Risk-utskott	Revisions-utskott	Antal möten per år	
		✓ 3-4	<ul style="list-style-type: none"> <li>Månatlig resultat-, avkastnings-, compliance- och riskrapport diskuteras vid varje styrelsemöte</li> <li>Riskchef och compliance officer ger muntlig avrapportering och svarar på frågor</li> </ul>
	✓ >6	✓ >31	<ul style="list-style-type: none"> <li>Månadsrapporterna sedan senaste styrelsemötet diskuteras där riskchef ger en muntlig rapportering och styrelsen ställer frågor</li> <li>CRO rapporterar till riskutskott (samtliga incidenter/material tas genom Risk Management Kommitén först) som sedan tar vidare till styrelsen</li> <li>Compliance föredragande vid behov, riskchef kommenterar dock på varje möte riskloggen som täcker operativa risker</li> <li>Har ett fördjupningsområde i risk varje möte</li> </ul>
AP3 Tredje AP-fonden		✓ 4	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rapport för risk och compliance diskuteras varje möte där riskchef ger muntlig presentation och styrelsen ställer frågor (CO närvarar ej p.g.a. tjänstledighet)</li> <li>Bredare riskdialog 1 ggr/år vid strategimötet, genomgång av riskhanteringsplanen samt övergripande riskanalys</li> <li>RMC rapporterar till revisionsutskott 5 ggr / år, från utskottet lyftes valda delar upp till styrelsen</li> <li>Har haft dialog om riskutskott, men skulle bestå av samma personer</li> </ul>
	✓ 5		<ul style="list-style-type: none"> <li>Resultat, avkastning- och riskrapport samt compliance diskuteras varje möte och presenteras av respektive chef</li> <li>I riskutskottet diskuteras också ALM-frågor</li> <li>Riskfrågor bereds i riskutskottet medan compliancefrågor förs rakt till styrelsen</li> <li>Har ett fördjupningsområde i risk varje möte</li> </ul>
		✓ 5	<ul style="list-style-type: none"> <li>Till varje styrelsemöte som stående punkt: genomgång och presentation av standardiserad avkastnings- och riskrapport samt kontrollrapport risk och compliance enligt fastställd kontrollplan, presenteras av COO, CRO, CO</li> <li>Årlig riskkartläggning som definierar kontrollplanen, dessutom extern- och interrevision – allt bereds först i Revisionsutskottet sedan tas det till styrelsen</li> <li>Har aktivt valt att inte ha riskutskott, vill ta upp riskfrågor med hela styrelsen</li> </ul>

1 Varav ett möte per år gemensamt med riskutskottet för gemensam planering och säkerställa att inget hamnar emellan

KÄLLA: Intervjuer ledningspersoner i AP-fonderna

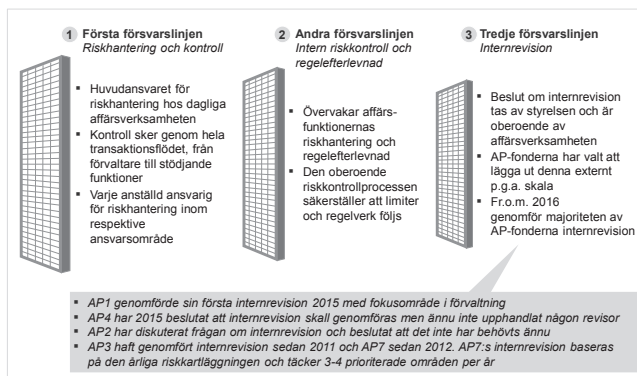
## Processer och systemstöd

Första, Tredje, Fjärde och Sjunde AP-fonderna följer principen med tre försvarslinjer fullt ut. Första AP-fonden genomförde sin första interrevision 2015, som fokuserade på förvaltning. Tredje AP-fonden har genomfört interrevision sedan 2011 och Sjunde sedan 2012. Fjärde AP-fondens styrelse har 2015 fattat beslut att följa principen om tre försvarslinjer, men har ännu inte upphandlat en revisor eller bestämt vilka områden den eventuella revisionen skall fokusera på. Andra AP-fonden har lyft frågan om interrevision i styrelsen och med revisorer men kommit fram till att det ännu inte funnits något behov för att aktivera en tredje försvarslinje (Bild 48), men frågan är fortsatt aktuell och diskuteras återkommande.

<sup>101</sup> Har även använt extern konsult under viss del av tiden för att täcka upp

Bild 48

### Huvudsaklig princip för riskhantering, kontroll och regelefterlevnad



KÄLLA: Riskhanteringsplaner, intervjuer med AP-fonderna, intervjuer med personer inom branschen

Samtliga fonder har liknande löpande kontroll av finansiella risker medan operativa risker har varit ett fokusområde hos samtliga fonder de senaste åren och hanteringen varierar mer. Finansiella risker kontrolleras löpande av samtliga fonder med automatiska eller semi-automatiska systemstöd. Riskerna kontrolleras genom kvantifierade begränsningar (limiter) utifrån det delegerade riskmandatet. Dessa kontrolleras löpande och hos samtliga fonder är de dagliga kontrollerna klara innan lunch och skickas ut antingen i rapporter per mail eller per intranät. I samtliga fall notifieras relevanta personer om överträdelser har skett – antingen automatiskt per mail eller efter kontroll av en analytiker. Samtliga överträdelser registreras i en logg<sup>102</sup> som följs upp i relevanta forum över året – så som ledningsgrupper, riskhanteringskommittéer eller compliancegrupp. Vid allvarigare

<sup>102</sup> Olika fonder har olika benämningar, men ett dokument som samlar överträdelser eller incidenter inklusive datum, kategorisering, beskrivning av händelser, ansvarig person och nästa steg inklusive åtgärder






överträdelser, så som exempelvis styrelselimit<sup>103</sup>, rapporteras till VD och styrelse direkt. Samtliga fonder sammanställer dagliga, månatliga och årliga rapporter över finansiella risker.

Gällande löpande kontroll av operativa risker finns både likheter och skillnader mellan fonderna där alla kontrollerar operativa incidenter på ett övergripande plan, men det finns en större variation i omfattning, djup och systematik i hanteringen. Fonderna kontrollerar löpande operativa incidenter genom att dessa registreras i en logg<sup>82</sup> och rapporteras på liknande sätt som finansiella risker till relevanta forum över året. Vidare har samtliga fonder dokumentation för regelverk, processer, ansvar och rapportering inspirerat av Finansinspektions föreskrifter om operativa risker (2014:4) och alla AP-fonder utom Fjärde AP-fonden gör en årlig självvärdering där potentiella risker identifieras, klassificeras baserat på estimerad påverkan samt sannolikhet att inträffa, en åtgärdsplan läggs och ansvar tydliggörs samt presenteras för styrelsen. Fjärde AP-fonden har påbörjat arbete med att ta fram en metod för identifiering och hantering av operativa risker. Andra, Sjunde och till viss del Tredje AP-fonden har en mer detaljerad klassificering av operativa incidenter enligt tidigare identifierade underkategorier av operativa risker. Första och Andra AP-fonderna har etablerat formaliserade organ för genomlysning av viktiga processer, benämnt Processgruppen respektive Processledningsorganisationen och ses fyra respektive två gånger per år för att se över nyckelprocesser. Andra AP-fonden har utvecklat arbetet med operativa risker med hjälp av en konsult över flera år och arbetat upp en tydlig systematik för processrisker som inkluderar en processkartläggning, utvärdering och prioritering av nyckelprocesser. Sjunde AP-fonden lägger upp en plan för kontroller över året som inkluderar operativa risker baserat på årets självvärdering och riskkartläggning (Bild 49).

<sup>103</sup> Limiter satta av styrelsen – oftast en kombination av placeringsregler och övergripande limiter uppsatta av styrelsen

Bild 49

Övergripande beskrivning av löpande kontroll av risker

Löpande kontroll av risker		✓ Finns	✓ Finns delvis
Finansiella	Operativa	Logg <sup>1</sup>	
		Finan-	Opera-
		st	st
		✓	✓
 <ul style="list-style-type: none"> <li>Ingen automatiserad notifiering vid limitövertredelse utan CIO och relevanta personer underlättas och möten tillkallas vid större övertredelser</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Incidenthantering med rapportering till ledning</li> <li>Processgruppen fyra ggr/år ser över processrisker</li> <li>Årlig workshop med självutvärdering och klassificering</li> </ul>	✓	✓
 <ul style="list-style-type: none"> <li>Rapportering tillgänglig på intranät</li> <li>Automatiska limitövertredelsesrapporter, övertredelser rapporteras per mail till relevanta personer</li> <li>Följs upp med ledningsstyrelse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Löpande logg av incidenter enligt 6 kategorier</li> <li>Systematiskt arbete med operativa risker under flera år med hjälp av konsult och FFFS</li> <li>Metodisk genomgång av logg 15-20 processer två ggr/år baserat på processkartläggning</li> <li>Åternrapportering till RMK och styrelse</li> </ul>	✓	✓
 <ul style="list-style-type: none"> <li>Automatiserad mail till relevanta personer vid limitövertredelser</li> <li>I allvarigare fall direkt-rapporteras VD och styrelse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Löpande logg rapporteras till RMK och styrelse</li> <li>Kategorisering enligt 4 kategorier</li> <li>Årlig självutvärdering inkl. åtgärdsplan inspirerat av FFFS</li> <li>Titlar på att genomföra processer mer strukturerat</li> </ul>	✓	✓
 <ul style="list-style-type: none"> <li>Samtliga övertredelser loggas och rapporteras till ledningsgrupp, riskutskott och styrelse samt automatisk uppföljning till relevanta personer</li> <li>Trafikinspektion</li> <li>Alligen redovisning samtliga övertredelser till riskutskott och styrelse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Incidenter loggas som IT- eller verksamhetsincidenter och eskaleras till respektive ansvarig samt vid större händelser vidare till ledning och styrelse (inspirerat av FFFS)</li> <li>Vid nya strategiska investeringar används en 3-sidig mall för risk, avkastning och regel efterlevnad</li> <li>Tydlig översikt över övertredelser av interna regelverk</li> <li>Årlig redovisning av samtliga incidenter som presenteras för ledning till riskutskott och styrelse</li> </ul>	✓	✓
 <ul style="list-style-type: none"> <li>Daglig uppföljning av legala, styrelse-, VD- och förvaltningsbeslutade limiter</li> <li>Lag- eller styrelseövertredelser rapporteras direkt till styrelse, övriga till VD och RHK</li> <li>Samtliga övertredelser loggas och rapporteras genom compliancerapporten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dokumentation (intern styrning &amp; kontroll) baserat på FFFS inkl. befattnings- och processbeskrivningar</li> <li>Årlig riskkartläggning inkl. åtgärdsplan baserat på självutvärdering, kontrollplan läggs upp efter kartläggning</li> <li>Incidenter loggas enligt 6 kategorier, stöds av ansvar och åtgärdsplan, följs upp i RHK samt återkopplas till styrelsen</li> </ul>	✓	✓






<sup>1</sup> Logg innebär ett dokument där olika typer av incidenter registreras med information liksom datum, kategori, beskrivning av händelse, ansvarsperson och åtgärder  
KÄLLA: Dokumentation; intervjuer med AP-fonderna

Andra, Tredje och Sjunde AP-fonderna har formaliserade organ för att behandla samtliga risk- och compliancefrågor – benämnt Risk Management Kommitté eller Committee samt Riskhanteringskommittén och träffas 1-2 gånger per månad. Detta forum är det övergripande riskforumet för ledningen och inkluderar personer från risk, compliance, förvaltningen, administration och i Tredje och Sjunde AP-fondernas fall även VD (i Andra AP-fonden får VD information men är ej medlem). Här tas beslut kopplade till risk så som godkännande av motparter och förvaltare, diskussion om riskbedömningar så som nyckeltal, limit- och incidentsloggar, samt förberedelse av material till risk- eller revisionsutskott. I Andra och Tredje AP-fonderna tas även vissa investeringsfrågor upp, exempelvis vid alternativa investeringar. Första AP-fonden tar upp större frågor gällande marknadsrisk tillsammans med förvaltningen (investeringskommittén) medan operativa risker lyfts i processgruppen som ses fyra gånger per år. Fjärde AP-fonden har risk- och compliance som en stående agendapunkt på ledningsgruppsmöten och tar upp risk kopplat till beslut om investeringar och/eller strategiska förändringar i Finanskommittén. Daglig kontroll av övertredelser hanteras inom riskkontrollgruppen och incidenter hanteras löpande av compliance-gruppen vid möten (Bild 50).

Bild 50

LUNDER ARBETE

✓ Stämmer ✓ Stämmer delvis

Dedikerat forum för riskfrågor	Medlemmar
 <ul style="list-style-type: none"> <li>Större marknadsriskfrågor tas med förvaltningen (investeringskommittén) och operativa risker lyfts i processgruppen kvartalsvis</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Investeringskommittén: VD, CIO, COO, Riskchef</li> </ul>
 <ul style="list-style-type: none"> <li>Risk Management Kommité övergripande forum för risk t.ex. motpartsgenomgångar, incident- och risklogg, löpande förändringar</li> <li>Processledningsorganisation täcker processrisker två ggr/år; genomlyser nyckelprocesser och rapporterar till styrelse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>CRO, Chefsstrateg, Chefsjurist</li> <li>CIO, Chef Risk Management, Chef för affärsstöd</li> <li>VD får information, ej medlem</li> </ul>
 <ul style="list-style-type: none"> <li>Risk Management Committee (RMC) 1 gång/mån</li> <li>Samtliga riskincidenter, godkänner förvaltare/instrument, ser över exponeringar, styrelsematerial, vissa investeringsfrågor samt har årlig genomgång av alla motparter</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>VD, CRO/CFO, CIO + förvaltningschefer, Chef Riskkontroll och Avkastningsanalys</li> </ul>
 <ul style="list-style-type: none"> <li>Risk &amp; compliance stående agendapunkt på ledningsgruppsmöte</li> <li>Finanskommittén tar upp risk kopplat till beslut om investeringar och/eller strategiska förändringar 1 gång/månad</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Finanskommitté:VD, Chef affärs- och riskkontroll, CO, CIO, Chefsjurist</li> </ul>
 <ul style="list-style-type: none"> <li>Riskhanteringskommittén ses två ggr/mån</li> <li>Alla incidenter hanteras och åtgärdsplaner definieras samt rapporteras vidare revisionsutskottet</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>VD, CRO, CO, COO, CIO</li> </ul>

KÄLLA: Intervjuer och dokumentation från AP-fonderna

Risk- och compliancerapportering till styrelse visar på generellt hög nivå men också på variation i innehåll och framställning. Samtliga fonder lyfter upp marknadsrisk, medan det finns variation i vad fonderna lyfter upp för kredit- och likviditetsrisk, operativ risk och stresstester. Noterbart är att fonderna gör riskbedömningar för dessa risktyper men har av olika anledningar valt att inte lyfta in det i den månatliga styrelserapporten. Samtliga fonders rapportering täcker även limitöverträdelser medan övriga compliancefrågor också visar på variation i rapporten. Sett till presentation och framställning använder samtliga fonder grafer för att visualisera underlag och alla fonder har en syntes och/eller analys som hjälper läsaren att tolka underlaget. Graden av detaljrikedom i underlaget skiljer sig något mellan fonderna delvis på grund av behov, exempelvis har Sjunde AP-fonden främst exponering mot världsindex som leder till ett annat behov av detaljer i riskbedömningen (Bild 51).

Bild 51

Granularitet  Hög  Låg

✓ Innehåller eller stämmer  Innehåller eller stämmer delvis

		AP1	AP2	AP3	AP4	AP7	Kommentarer
<b>Innehåll</b>	<b>Risker</b>						
	Marknadsrisk	✓	✓	✓	✓	✓	• Alla fonder beskriver marknadsrisk med de vanligaste riskmåten
	Kreditrisk och likviditetsrisk	✓	✓	✓	✓	✓	• AP1 diskuterar endast likviditetsrisk – AP3 endast exponering mot riskklasser • Hanteras oftast som procentexponering mot viss motpart
	Operativ risk exkl. limitöverträdelser	✓	✓	✓	✓	✓	• Berörs av AP4 med delningen av överträdelser på passiv och aktiv, där aktiva träddar operativa fel • AP1 görs årligen, men ej månatlig rapportering
	Scenarioanalys/stresstest	✓			✓	✓	• AP1 4 har mått hur t.ex. 2008 marknadsrisken skulle påverka portföljen • AP7 gör stresstester vid behov men ej del av månatlig rapportering
	<b>Regelefterlevnad</b>						
	Sektion för limitöverträdelser	✓	✓	✓	✓	✓	• Alla fonder har en sektion för limitöverträdelser, angående åtminstone laglimer
Övrig compliance	✓	✓	✓	✓	✓	• AP2 har inte en formaliserad punkt på agendan angående övrig compliance men får upp bredden vid behov • AP7 har också rapporterat kontakter med FI och andra myndigheter	
<b>Prese- ntation och fram- ställning</b>	Gräfer för att visualisera data	✓	✓	✓	✓	✓	• AP4 har efter diskussion i riskutskott aktivt valt att inte presentera gräfer för exempelvis historisk avkastning, gräfer finns dock för derivatinstrument
	Nivå på granularitet i underlag <sup>1</sup>	●	●	●	●	●	• Granulariteten i rapporterna skiljer sig mellan fonderna dels på behov; AP7 har bred exponering för världsindeks, som leder till mindre behov av granularitet
	Syntes/analys	✓	✓	✓	✓	✓	• AP7 har djupare analyser i sina skilda fördjupningsrapporter • AP1-4 har beskrivit marknadshändelser under perioden och deras påverkan på portföljen samt tagat afför i gräfer och tabeller • AP2 har anknutit risk till marknadshändelser med att skilt observera exponering mot krisländer som exempelvis Ryssland

1 Med granularitet menas djupet på rapporten, hög granularitet har utöver data och gräfer på hög nivå också djupare analys på exempelvis olika tillgångsklasser

KÄLLA: McKinsey-analys av AP-fondernas styrelserapporter; intervjuer med AP-fonderna

Samtliga fonder har de senaste åren fokuserat på uppgradering av systemstöd för riskhantering till väletablerade och ledande system. Systemstödet för risk består i huvudsak av tre komponenter, ett grundläggande system för marknadsinformation (pris- och volymsdata) och limithantering, ett grundläggande system för daglig riskhantering (inklusive förvaltningen) samt ett system för djupare riskanalys. Som grundläggande system för marknadsinformation används SimCorp Dimension och Wallstreet Suite (Tredje AP-fonden). Som grundläggande system för daglig riskhantering kommer alla fonderna under 2016 att ha implementerat MSCI: BarraOne som också internationellt är erkänt som marknadsledande och låter förvaltaren hantera risk i dagligt arbete och kan exempelvis göra faktor- och relativberäkningar. För djupare riskanalys har samtliga fonder förutom Fjärde AP-fonden valt att använda Riskmetrics: Riskmanager som har funktionalitet för limit- och mandatuppföljning samt en kraftfull analysmotor för scenarioanalyser och stresstester. Risk manager-systemet anses också vara internationellt ledande. Utöver tre grundläggande systemstöd används flera andra system och program för exempelvis uppföljning av affärsituationen och rapportering i realtid. De senaste åren har samtliga fonder satsat på att utveckla sin rapportering med ett ökat fokus på automatisering för att säkerställa att rapportering kommer förvaltningen tillgodo så tidigt som möjligt varje dag (just nu innan lunch för samtliga fonder) och minskar operativ risk vid manuella beräkningar (Bild 52).

Bild 52

**Huvudsakliga systemstöd för riskhantering**

Urval av system

✓ Använder system    ✓ Implementering pågår

System	Beskrivning	AP1	AP2	AP3	AP4	AP5
MSCI: Riskmetrics Riskmanager	<ul style="list-style-type: none"> <li>Används för djupare analys så som stressstester och scenarionanalyser</li> <li>Möjliggör följning av limiters och mandat</li> </ul>	✓	✓	✓	✓	✓
MSCI: Barraone	<ul style="list-style-type: none"> <li>Grundläggande riskhanterings-system för förvaltning (ex. mandathantering)</li> <li>Kan hantera bl.a. faktor- och relativberäkningar</li> <li>Historiskt sätt det mest allmänna programmet för aktier, kan nu också hantera räntor</li> </ul>	✓	✓	✓	✓	N/A
SimCorp: Dimension eller Wallstreet Suite	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sammanställer marknadsinformation</li> <li>Innehåller priser och positioner</li> <li>Möjliggör följning av limiters och mandat</li> </ul>	✓	✓	✓	✓	✓

Har uppdaterat version feb. 2016

System finns redan på plats men skall nu uppdatera till BarraOne

Ej behov, används av externa förvaltare

"Vi gillar inte hemmabyggen, utan framöver använder vi standardiserade lösningar"

"Då vi fokuserar på automatiserandet av system får vi fort exakt de rapporter som krävs för förvaltningen"

KÄLLA: Riskhanteringsplaner; intervjuer med AP-fonderna; intervjuer med internationella riskexperter och personer inom branschen

**Kompetensutveckling och samarbeten**

Samtliga fonder har de senaste åren ökat sin kvant- och systemkompetens i personalen och utbildad risk- och compliancefunktionen – i linje med trenden i kapitalförvaltningsbranschen. Utöver kompetensutveckling av risk- och compliancefunktionen har även funktionen ett uppdrag att utbilda övriga organisationen i risk och regelefterlevnad, bland annat genom introduktionsprogram för nyanställda.

AP-fonderna har etablerat samarbetsforum för exempelvis risk och avkastning, juridik (exklusive Sjunde AP-fonden) och administration. Fonderna träffas i dessa forum ca 2 gånger per år inom respektive område och har även informella kontakter mer frekvent. I forumet för risk- och avkastning har fonderna diskuterat gemensamma nyckeltal och upphandlandet av nya system för riskhantering. I juridikgruppen diskuteras hur nya lagar och regler skall tolkas och implementeras i verksamheten, exempelvis EMIR<sup>104</sup> och MiFiD 2<sup>105</sup>, men även allmänna skattefrågor och affärsjuridik diskuteras. Forumet för förvaltning, administration och IT tar upp frågor angående system- och affärsstöd samt gemensamma frågor inom administration. Samtliga fonder har regelbundet kontakter med

<sup>104</sup> European Market Infrastructure Regulation (EMIR) är en EU reglering för att öka stabiliteten för OTC-derivat marknader i EU och började gälla augusti 2012 (Regulation (EU) 648/2012)

<sup>105</sup> Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC ("MiFiD") är en EU-lag som harmoniserar regleringarna av investeringar för EU-länder samt Island, Norge och Lichtenstein. Syftet är att öka konkurrensen och konsumentskyddet. MiFiD 2 är en vidareutveckling som skulle gälla från och med 2017 men har försenats till 2018.



internationella institutionella investerare som en del av sin kompetensutveckling där fonderna utbyter information om bästa praxis, organisation, förvaltning och systemstöd (Bild 53).

Bild 53

### Kompetensutveckling samt nationella och internationella samarbeten

Område	Beskrivning	Träffar per år
Intern kompetensutveckling	<ul style="list-style-type: none"> <li>Samtliga fonder har ökat sin kvant- och systemkompetens inom riskhantering</li> <li>Utbildning viktigt fokusområde där systemkompetens har vart i fokus</li> <li>Samtliga fonder har introduktionsprogram till risk för nyanställda</li> </ul>	
Risk- och performancegruppen	<ul style="list-style-type: none"> <li>Diskuterar aktuella ämnen och ärenden, t.ex. upphandling av riskhanteringssystem och gemensamma nyckeltal</li> </ul>	2
Juridikgrupp (exkl. APT)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Diskuterar nya och ändrade regleringar formellt och informellt                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Huvudsak tre frågor: skattefrågor, interna/externa regler och affärsjuridik</li> </ul> </li> <li>Har utformat gemensamma policys t.ex. för mutbrott</li> </ul>	2 <sup>1</sup>
Förvaltning, administration & IT	<ul style="list-style-type: none"> <li>Olika forum för respektive område</li> <li>Diskuterar t.ex. implementering av systemstöd, affärsstöd, gemensamma frågor kring administration</li> </ul>	~2
Internationella samarbeten	<ul style="list-style-type: none"> <li>Samtliga fonder har kontakt med internationella aktörer genom konferenser, direktkontakt och nätverk</li> <li>Lyfter ofta frågor kring best practice inom exempelvis organisation och förvaltning</li> </ul>	

<sup>1</sup> Träffas formellt två ggr per år och informellt vid behov  
KÄLLA: Riskhanteringsplaner, intervjuer med AP-fonderna

### Utveckling och prioriteringar framåt

Fonderna fokuserade 2010-2013 på att etablera grundläggande byggstenar för risk och compliance, exempelvis genom att etablera riskutskott i styrelser och lyfta in risk i revisionsutskotten, göra årliga risköversyner, öka fokus på regelverksefterlevnad och fortsätta rekrytera resurser för risk- och compliance. Sedan 2014 har fonderna etablerade och professionella risk- och compliancefunktioner som är oberoende från förvaltningen och en del av ledningen. Nyckeltal, rutiner och processer är på plats enligt branschstandard, väletablerade IT-system används, samarbeten finns med andra fonder och fonderna är medvetna om och fokuserar på riskkultur.

Framöver ämnar AP-fonderna fortsätta professionaliseringen för risk- och compliance. Exempelvis nämner flera fonder utveckling av hanteringen av operativa risker, ökat fokus på analys och insikt i rapporteringen och att inkludera fler områden för compliance på ett mer strukturerat sätt, exempelvis genom tydligare och större complianceroll och tydliggjord intern rapportering (Bild 54).

Bild 54

### Utveckling av risk- och regelefterlevnad samt prioriteringar framöver



KÄLLA: Intervjuer med AP-fonderna

## KONTROLL OCH REGELEFTERLEVNAD

### Styrande regelverk och efterlevnad av regelverk

Första till Fjärde AP-fonderna regleras i huvudsak av lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (APL) som lämnar stor självständighet och tolkningsutrymme. Sjunde AP-fonden regleras också av APL men hänvisas i vissa delar, exempelvis placeringsreglerna samt extern kontroll, också till lag (2004:46) om värdepappersfonder (LVF). Viss annan myndighetsreglering gäller också, exempelvis offentlighetsprincipen i tryckfrihetsförordningen (TF), offentlighets- och Sekretesslag (2009:400) (OSL) och lag (2007:1091) om offentlig upphandling (LOU), medan däremot förvaltningslag (1986:226) endast delvis berör AP-fonderna och då främst på de administrativa områdena. Vidare måste samtliga fonder följa delar av nationella och internationella finansmarknadsregler exempelvis flaggningsregler i lag (1991:980) om handel med finansiella instrument i Sverige och motsvarande i EU. Vidare har vissa fonder några unika regleringar så som CFTC<sup>106</sup> för derivathandel i USA (gäller ej Sjunde AP-fonden) och för Andra AP-fonden gäller också regelverket CSRC<sup>107</sup> för handel med kinesiska A-aktier. Dessutom gäller vissa internationella avtal som svenska staten är undertecknat, exempelvis UN Global Compact (Bild 55).

<sup>106</sup> U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC) reglerar terminskontrakt och optioner

<sup>107</sup> China Securities Regulatory Commission (CSRC) reglerar värdepappersindustrin i Kina

Bild 55

## Huvudsakliga styrande regelverk för AP-fonderna

URVAL AV RELEVANTA REGLER

✓ Regelverk gäller ✓ Delar av regelverk gäller

Nivå	Regelverk	AP1-4	AP7	Kommentar
Specifika regler för AP-fonderna	Lag (2000:192) om allmänna pensions-fonder (APL)	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Idag den enda bindande författning med direkt tillämpning på AP-fonderna</li> <li>Lämnar stor självständighet och tolkningsutrymme åt fonderna</li> </ul>
Övergripande regler och principer för myndigheter	Förvaltningslagen (1996:226)	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Berör endast delvis AP-fonderna och då främst på rent administrativa områden eftersom APL gäller i första hand</li> </ul>
	Offentlighetsprincipen i TF och Sekrl. LOU (2007:1091)	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Utöver offentlighetsprincipen och lagen om offentlig upphandling gäller även delar av andra regleringar så som EU-rätten och Förvaltningslagen</li> </ul>
Regelverk för institutionella investerare	Lag (2004:46) om värdepappersfonder	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Delvis tillämplig för AP7 där APL specifikt pekar på placeringsreglerna</li> <li>AP7:s styrelse har beslutat att lagen skall följas fullt för relevanta delar exempelvis intern organisation</li> </ul>
	Finansmarknadsregler bl.a. Lag (1991:980) om handel med fin. instr., lag (2000:1087) om anmälnings-skyldighet för vissa innehav av fin. instr., samt relevanta FFFS	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Som aktör på finansmarknaden måste AP-fonderna följa vissa handelsregler, gällande Lex. flaggning av ändringar av innehav, insiderställning, clearingregler, pantsättningar mm</li> </ul>
	Internationella finansmarknadsregler	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Gäller även vissa internationella finansmarknadsregler så som flaggnings- och blankningsregler i EU, delar av EMIR (Lex. derivathandeln), CFTC för derivathandel i USA (ej AP7) och för AP2 gäller också CSRC (reglering för att handla kinesiska A-aktier)</li> </ul>
Koder, rekommendationer och policy	UN Global Compact m.fl. interntfa. avtal	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>Som myndighet är AP-fonderna bundna till alla överenskommerler som svenska staten är part i</li> </ul>

KÄLLA: Aktuell lagstiftning och regelverk

Givet att APL lämnar stor självständighet och tolkningsutrymme (exempelvis har Första till Fjärde AP-fonderna ingen tillsynsmyndighet och fondernas risktolerans styrs av att ”den totala risknivån skall vara låg”) är en utvärdering av regelflechtervnad svår att genomföra och baseras på fondernas egna rapporterade incidenter. APL har dock ett antal specifika regler, exempelvis placeringsreglerna, som är enklare att följa upp. Sett till vad fonderna har rapporterat gällande regelflechtervnad har under 2015 Första och Andra AP-fonderna överskridit placeringsregeln max 5% onoterade tillgångar enligt APL<sup>108</sup> vilket har fortsatt in i januari och februari 2016. För Första AP-fonden skedde överträdelser i augusti 2015 drivet av marknadsförändringar och har sedan dess legat kvar över gränsen med några tiondels procentenheter. En hanteringsplan, som spärar nyinvesteringar i onoterade tillgångar, har fastställts av styrelsen samt följs upp vid varje styrelsemöte och situationen rapporteras dagligen till VD. För Andra AP-fonden skedde överträdelser i augusti 2015 drivet av dollarkursförändringar då riskkapitalfonder har stor valutaexponering mot dollar. Under hösten justerades kategoriseringen av riskkapitalfonder i linje med lagtexten<sup>109</sup> och innehavet gick ned under 5%. Dock

<sup>108</sup> Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (APL) innehåller placeringsregler som bland annat definierar att fonderna max får ha 5% av tillgångarna i onoterade innehav

<sup>109</sup> Enligt lagen skall en fond som huvudsakligen investerar i onoterade bolag kategoriseras som onoterade. Andra AP-fonden hade kategoriserat samtliga sina riskkapitalfonder som onoterade trots att vissa av fonderna hade mer än 50 % av innehavet i noterade bolag varför det skedde en justering av onoterade tillgångar

överträdde Andra AP-fonden återigen gränsen i januari 2016 drivet av marknadsförändringar. Även Andra AP-fonden har informerat styrelse och ledningen har åtgärdsplaner på plats som de följer och ämnar över tid återgå till under 5% onoterade tillgångar med hänsyn till marknadsförutsättningar för att minimera eventuell förlust.

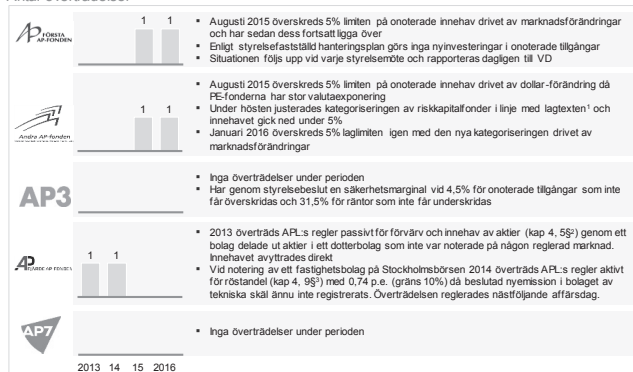
Fjärde AP-fonden har gjort två överträdelser tidigare år, 2013 respektive 2014. 2013 överträdde APL:s regler passivt för förvärv och innehav av aktier (kap 4, 5§<sup>110</sup>) genom att ett bolag delade ut aktier i ett dotterbolag som inte var noterade på någon reglerad marknad. Innehavet avyttrades direkt. I samband med notering av ett fastighetsbolag på Stockholmsbörsen 2014 överträdde APL:s regler aktivt för röstandel (kap 4§<sup>111</sup>) med 0,74 procentenheter (gräns 10%) då beslutad nyemission i bolaget av tekniska skäl ännu inte registrerats. Överträdelser reglerades nästföljande affärsdag och rapporterades till ledning och styrelse.

Tredje AP-fonden och Sjunde AP-fonden har inte haft några överträdelser sedan 2013. Tredje AP-fondens styrelse har dessutom beslutat att limiterna för onoterade tillgångar skall vara 4,5% samt räntor 31,5% för att garantera säkerhetsmarginal till laglimiten (Bild 56).

Bild 56

### Överträdelser av lagstadgade regler enligt APL

Antal överträdelser



1 Enligt lagen skall en fond som huvudsakligen investerar i onoterade bolag kategoriseras som onoterade. AP2 hade kategoriserat samtliga sina riskkapitalfonder som onoterade tills att vissa av fonderna hade mer än 50% av sina innehav i onoterade bolag varför en omkategorisering gjordes  
2 Anger att förvärv av aktier endast får göras i företag som är, eller inom ett år från emissionen avses bli, noterade på en reglerad marknad  
3 Anger att 1-4 AP-fonderna inte får ha ett röstetal över 10% (genom aktier eller andra andelar)

KÄLLA: Dokumentation från fonderna; Intervjuer med AP-fonderna

<sup>110</sup> Anger att förvärv av aktier endast får göras i företag som är, eller inom ett år från emissionen avses bli, noterade på en reglerad marknad

<sup>111</sup> Anger att Första till Fjärde AP-fonderna inte ha ett röstetal över 10% (genom aktier eller andra andelar)

## Skillnader i regelverk jämfört med privata institutionella investerare

Privata institutionella investerare i Sverige består bland annat av pensionsfonder och andra värdepappersfonder, försäkringsbolag (framförallt livförsäkringsbolag), alternativa förvaltare (exempelvis hedgefonder) och andra värdepappersbolag (exempelvis diskretionära förvaltare). Investerare lyder under olika regelverk beroende på verksamhetens syfte och form. Pensions- och värdepappersfonder regleras huvudsakligen av lag (2004:46) om värdepappersfonder (LVF) och av Finansinspektionens föreskrifter (FFFS), försäkringsbolag av försäkringsrörelselag (2010:2043) och av FFFS, alternativa förvaltare av lag (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder och andra värdepappersbolag av lag (2007:528) om värdepappersmarknaden. Mest relevanta jämförelse för AP-fonderna är pensions- och värdepappersfonder samt försäkringsbolag och jämfört med dessa har Första till Fjärde AP-fonden en lägre grad av detaljering i sitt regelverk. Den lägre graden av detaljering kan bland annat motiveras av tre anledningar: AP-fonderna inte förvaltar privatpersoners kapital (saknar konsumentkontakt<sup>112</sup>), är en myndighet (behöver ej hantera ägare<sup>113</sup>) och är inte kritiska för det finansiella systemet (jämför bankers hantering av betalningar och utlåning till företag och hushåll) (Bild 57).

Bild 57

### Huvudsakliga regelverk per typ av investerare

Mest relevanta för jämförelse med AP-fonderna då dessa investerare brett för privata och juridiska persons räkning

- Privata institutionella investerare består bland annat av pensionsfonder och andra värdepappersfonder, försäkringsbolag, (fr.o. livförsäkringsbolag), alternativa förvaltare (t.ex. hedgefonder) och andra värdepappersbolag (t.ex. diskretionära förvaltare)
- Investerare lyder under olika regelverk beroende på verksamhetens form och syfte

Typ av investerare	Huvudsakligt lagrum	Beskrivning
Pensions- och värdepappersfonder	Lag (2004:46) om värdepappersfonder	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reglerar fondbolags verksamhet och fondförvaltning av privata och institutionella medel för andras räkning</li> <li>• Omfattande regelverk innehållande bl.a. placeringsregler och –begränsningar samt ramverk för styrning och riskhantering</li> <li>• Detaljerade föreskrifter i FFFS</li> </ul>
Försäkringsbolag	Försäkringsrörelselag (2010:2043)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reglerar liv- och sakförsäkringsföretags verksamhet, inklusive deras kapitalförvaltning</li> <li>• Detaljerade placeringsregler med gränser per tillgångsslag</li> <li>• Omfattande regler för kapitaltäckning och solvens samt styrning och riskhantering och därtill kopplade rapporteringskrav</li> <li>• Detaljerade föreskrifter i FFFS</li> </ul>
Alternativa förvaltare	Lag (2013:561) om förvaltare av alt. inv.-fonder	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reglerar fonder som inte täcks av det bredare vp-regelverket men som investerar för andras räkning, t.ex. riskkapitalfonder, fastighetsfonder, hedgefonder och andra specialfonder</li> <li>• Allmänna krav på organisering, processer, riskhantering och rapportering, inga begränsningar för placeringsverksamhet och finansiella instrument etc.</li> </ul>
Andra värdepappersbolag	Lag (2007:528) om vp-marknaden	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reglerar övriga aktörer på värdepappersmarknaden, t.ex. diskretionära förvaltare, mäklare- och förmedlare och handelsplatser</li> <li>• Allmänna regler om styrning och riskhantering samt rapportering och tillsyn under Finansinspektionen</li> </ul>

KÄLLA: Aktuell lagstiftning och regelverk

<sup>112</sup> Omfattande regelverk för att skydda hantering av enskilda individers kapital.

<sup>113</sup> Omfattande regelverk för att hantera ägare som köper och säljer andelar i fonder, då det inte går att köpa andelar i Första till Fjärde AP-fonden varför en stor del av denna hantering ej behöver regleras

Privata institutionella investerare i Sverige har mer styrande och detaljerade regelverk bland annat inom kontroll, rapportering och uppföljning (exempelvis privata aktörer redovisning och rapportering enligt FFFS (2013:9) och tillsyn under Finansinspektionen), men även inom placeringsregler (exempelvis detaljering av riskbegränsningar privata aktörer skall ha ”lämplig fördelning av placeringar” med hänsyn till vald riskprofil och för försäkringsbolag finns tydligt definierade gränser för placeringar i olika instrument). Sjunde AP-fonden regleras delvis av LVF varför fonden i vissa delar hamnar närmare privata aktörers regelverk (exempelvis gäller FFFS (2013:9) och dessutom står fonden under Finansinspektionens tillsyn) och Första till Fjärde AP-fondernas regelverk (Bild 58 samt 59).

Bild 58

Jämförande översikt över regelverken för AP-fonder och privata institutionella investerare <sup>1</sup> – exempel (1/2)		URVAL AV RELEVANTA REGLER
	<p><b>Privata fonder och livförsäkringsbolag</b></p> <p><b>Huvudsakligt lagrum</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Lag (2004:46) om värdepappersfonder</li> <li>Försäkringsrörelselag (2010:2043)</li> <li>FFFS (2013:9) om vp.-fonder m.fl. FFFS</li> </ul>	<p><b>AP-fond 1-4</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder</li> </ul>
Kontroll, rapportering och uppföljning	<p><b>Krav på redovisning och rapportering</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>VP-lagen föreskriver att årsberättelse samt halvårsredogörelse ska publiceras för varje förvaltd fond</li> <li>Detaljerade regler om redovisningens innehåll, format och beräkningsmetoder i FFFS 2013:9</li> <li>Ytterligare detaljerade finansiella rapporter ska lämnas varje kvartal till FI</li> <li>Fondbolaget ska dessutom upprätta en egen årsredovisning enligt ASL</li> <li>Särskilda, detaljerade krav på försäkringsbolags redovisning i bl.a. FFFS 2015:12</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Årsredovisning ska upprättas som ger en "rättvisande bild" av verksamhet och finansiell ställning</li> <li>Inga detaljerade krav på innehåll                             <ul style="list-style-type: none"> <li>För AP7:s förvaltade fonder gäller FFFS 2013:9 (ej frivilligt) med tydliga krav på innehåll</li> </ul> </li> </ul>
	<p><b>Krav på verksamhetsplan och intern kontroll</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Verksamhetsplan för fondbolag (VP) samt org-översikt måste godkännas av FI för tillstånd</li> <li>Detaljerad beskrivning av VPs innehåll i FFFS 2013:9, inkl. bl.a. organisation, processer mm</li> <li>Öppnande och detaljerade krav på styrning och riskhantering i försäkringsbolag, inklusive krav på finansiell modellering mm.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Översiktliga krav på att verksamhetsplan finns som innehåller "riktlinjer för placeringsverksamheten" samt "beskrivning av huvudsakliga risker och hur dessa ska hanteras"</li> </ul>
	<p><b>Extern kontroll</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Fond- och försäkringsbolag står under Finansinspektionens löpande tillsyn</li> <li>Fondbolagets och dess fonders räkenskaper ska revideras av auktoriserad revisor</li> <li>Möjlighet för FI att förordna bl.a. extern revisor och aktuarie för försäkringsbolag</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Endast AP7 står under FIs tillsyn</li> <li>Av regeringen utsedd revisor ska revidera fondernas räkenskaper</li> <li>Regeringen ska årligen låta genomföra en granskning av AP-fondernas förvaltning</li> </ul>

<sup>1</sup> Pensions- & värdepappers fonder och försäkringsbolag  
KÄLLA: Relevant lagstiftning

Bild 59

URVAL AV RELEVANTA REGLER

**Jämförande översikt över regelverken för AP-fonder och privata institutionella investerare<sup>1</sup> – exempel (2/2)**

För AP7 gäller APL samt delar av lag (2004:46) om vpl. samt FFFS föreskrifter 2013:9

	Privata fonder och livförsäkringsbolag	AP-fond 1-4
<b>Huvudsakligt lagrum</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Lag (2004:46) om värdepappersfonder</li> <li>Försäkringsförelselag (2010:2043)</li> <li>FFFS (2013:9) om vp.-fonder m.fl. FFFS</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder</li> </ul>
<b>Risk-begränsningar</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>"Lämplig fördelning av placeringar" med hänsyn till vald riskprofil i fonder</li> <li>Tydligt definierade gränser för försäkringsbolags placeringar i olika instrument</li> <li>Självständigt system för riskhantering ska finnas i fonder, validerad modell mm. I f-bolag</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>"Den totala risknivån ska vara låg"</li> <li>Minst 30% räntor med låg risk</li> <li>Högst 40% tillgångar med valutarisk</li> <li>Riskhanteringsplan skall finnas</li> </ul>
<b>Högsta ägande i enskilda bolag</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fonden får inte äga aktier i ett bolag som ger ett "väsentligt inflytande över bolagets ledning"</li> <li>Inga strikta begränsningar för försäkringsbolag</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fonden får äga högst 10% av aktierna i ett enskilt bolag (undantag fastighetsbolag)</li> </ul>
<b>Placeringsregler</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Högst 5% som huvudregel (aktier) i VP-fonder</li> <li>– Högst 10%, om inte mer än 40% av värdet koncentreras i större äganden</li> <li>Högst 35% om det är statspapper</li> <li>5% i aktier som huvudregel för försäkringsbolag</li> <li>25% för säkerställda obligationer</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>10% som huvudregel</li> <li>Ingen begränsning för svenska statspapper och utländska papper med motsvarande risk</li> </ul>
<b>Andel av fondens värde som får placeras i tillgångar från samma emittent</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ingen begränsning för fonder om tillgången motsvarar krav för insyn och investerarskydd</li> <li>Högst 10% av fondens värde i annat fall</li> <li>10% onoterade aktier för tjänstepensförvaltare</li> <li>Särskilda gränser för skuldäktade tillgångar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Högst 5% av fondens värde</li> <li>Endast indirekt ägande tillåtet, t.ex. via riskkapitalfonder</li> </ul>
<b>Begränsning av onoterade innehav</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ingen begränsning för fonder om tillgången motsvarar krav för insyn och investerarskydd</li> <li>Högst 10% av fondens värde i annat fall</li> <li>10% onoterade aktier för tjänstepensförvaltare</li> <li>Särskilda gränser för skuldäktade tillgångar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Högst 5% av fondens värde</li> <li>Endast indirekt ägande tillåtet, t.ex. via riskkapitalfonder</li> </ul>
<b>Extern uppdragsförvaltning av fondmedel</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tillåtet med krav på tillsyn av den externa förvaltaren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Minst 10% av fondens värde måste förvaltas externt</li> </ul>

<sup>1</sup> Pensions- & värdepappers fonder och försäkringsbolag  
KÄLLA: Relevant lagstiftning

**Frivillig regelefterlevnad utöver styrande regelverk**

Som aktör på finansiella marknader påverkas AP-fonderna av nuvarande och kommande regelverk även om regelverken inte alltid är direkt tillämpliga. Ledning och styrelse i samtliga AP-fonder bedöms vara måna om att hålla sig à jour och agera likt andra aktörer i marknaden. Sjunde AP-fonden har bland annat av den anledningen fattat ett styrelsebeslut om att följa LVF fullt ut för relevanta delar även om detta inte krävs av lagen, exempelvis kring intern organisation. Samtliga fonder har i många fall inspirerats av icke styrande regelverk, exempelvis för att utforma funktioner (compliance officer enligt LVF) och interna regelverk (operativa risker enligt FFFS (2014:4) och styrning och kontroll enligt FFFS (2005:1)). Vidare har fonderna visst samarbete kring regelverk i form av att gemensamt utreda implikationer av kommande regelverk exempelvis EMIR och MiFiD 2, och fonderna har upprättat en gemensam policy för gåvor, representation och andra förmåner (Bild 60).

Bild 60

**Exempel på frivillig regelefterlevnad av relevanta regelverk för privata aktörer**

✓ Regelverk följs    ✓ Regelverk beaktas och används som inspiration

Nivå	Regelverk	AP1	AP2	AP3	AP4	AP7	Kommentar och/eller exempel
Regelverk för institutionella investerare	Lag (2004:46) om värdepappersfonder	✓	✓	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>• AP2 påverkat rollen för compliance officer</li> <li>• AP7 följer placeringreglerna samt tillämpliga delar foreskrifter och ESMAS preciserings av UCITS regler</li> </ul>
	Lag (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder	✓	✓				<ul style="list-style-type: none"> <li>• AP1 inspiration för due diligence-processen</li> </ul>
	EMIR	✓	✓	✓	✓	✓	
	MIFID 2	✓	✓	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gemensamt utrednings och analysarbete hur detta påverkar</li> </ul>
	FFFS (2013:9) om vp.-fonder	✓	✓	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>• AP4 inspiration riskhanteringsplan och operativa risker</li> </ul>
	FFFS (2014:1) om styrning och riskhantering i kreditinst.	✓	✓	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>• AP7 följer huvudsakligen kap 4 och 5</li> </ul>
	FFFS (2014:4) om operativa risker	✓	✓	✓	✓	✓	
	FFFS (2007:16) om värdepappersutredning	✓	✓	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>• AP3 policy för organisation, investeringsprinciper, riskhantering</li> </ul>
	FFFS (2011:1) om ersättningsystem	✓	✓	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>• AP3 tar intryck av och har påverkat personhandboken</li> </ul>
	FFFS (2011:2) om allmänna råd ersättningspolicy	✓					<ul style="list-style-type: none"> <li>• AP1 gör stresstester som del av regelverk</li> </ul>
Koder, rekommendationer och policies	FFFS (2010:7) om foreskrifter om hantering av likviditetsrisker	✓					<ul style="list-style-type: none"> <li>• AP1 gör stresstester som del av regelverk</li> </ul>
	FFFS (2005:1) om styrning och kontroll	✓	✓	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>• AP3 tar intryck av, påverkat rutin för intern kontroll</li> </ul>
	Svensk kod för fondbolag mm	✓	✓	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>• AP3 inspiration för "best practice" samt relevant för motparter</li> </ul>
	Svensk kod för bolagsstyrning	✓	✓	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Som stor ägare i många bolag beaktar alla fonder denna</li> </ul>
Interna regelverk i AP-fonderna (urval)	UN Global Compact m.fl. interntia. avtal	✓	✓	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Samtliga fonder använder för kravställande på förvaltare</li> </ul>
	Ersättningspolicy	✓	✓	✓	✓	✓	
	Etikpolicy	✓	✓	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Samtliga fonder har en rad interna regelverk och policies uppsatta ofta med inspiration eller direkt av ovanstående regelverk</li> </ul>
	Regler för anställdas affärer	✓	✓	✓	✓	✓	
	Policy för gåvor, rep. & andra förmåner	✓	✓	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Policy för gåvor, representation och andra förmåner gemensamt utvecklad AP1-4</li> </ul>
	Riktlinjer t.ex. tjänsteresor, outsourcing	✓	✓	✓	✓	✓	

KÄLLA: Aktuell lagstiftning och regelverk; intervjuer



Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 19 maj 2016

Närvarande: statsrådet Wallström, ordförande, och statsråden Romson, Baylan, Persson, Bucht, Hultqvist, Hellmark Knutsson, Lövin, Regné, Andersson, Ygeman, Bolund, Damberg, Bah Kuhnke, Strandhäll, Shekarabi, Fridolin, Wikström, Hadzialic

Föredragande: statsrådet Bolund

---

Regeringen beslutar skrivelse Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2015

