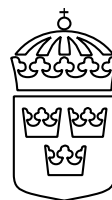


# Regeringens skrivelse

## 2014/15:130



Redovisning av AP-fondernas verksamhet  
t.o.m. 2014

Skr.  
2014/15:130

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 21 maj 2015

*Stefan Löfven*

*Magdalena Andersson*  
(Finansdepartementet)

## Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen lämnar regeringen en redovisning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) verksamhet t.o.m. 2014. I redovisningen ingår bl.a. en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar för 2014, utvärdering av AP-fondernas verksamhet sedan 2001 och AP-fondernas arbete med hållbarhetsfrågor. Skrivelsen överlämnas årligen till riksdagen senast den 1 juni.

Under 2014 uppgick det samlade resultatet för Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna (buffertfonderna) till 147 miljarder kronor efter kostnader, vilket motsvarar en avkastning på 14,1 procent. Detta var det bästa resultatet i absoluta termer och det fjärde bästa resultatet i procent sedan starten 2001. En hög andel aktier i portföljerna i kombination med en stark utveckling på aktie- och obligationsmarknaden samt värdeökningar från valutaexponering förklarar merparten av resultatet. Det förvaltade kapitalet i buffertfonderna uppgick till 1 185 miljarder kronor vid 2014 års slut.

Buffertfondernas avkastning har uppvisat stora variationer över åren i takt med utvecklingen på de finansiella marknaderna. Fondernas avkastning sedan starten 2001 uppgår till 5,3 procent per år. Det överstiger mer än väl inkomstindex som ökat med 3,1 procent per år under samma period. Inkomstindex ligger till grund för uppräknningen av skulden i inkomstpensionssystemet. Buffertfonderna har därmed bidragit positivt till den långsiktiga finansieringen av det allmänna inkomstpensionssystemet, vilket var avsikten när det nuvarande AP-fondssystemet infördes 2001.

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

	2014	2013	2012	2011	2010	2001–2014
Inkomstindex (%) <sup>1</sup>	0,5	3,7	4,9	1,9	0,3	3,1
Avkastning (%) <sup>2</sup>	14,1	13,5	11,6	-1,9	10,2	5,3
Avkastning (mdkr)	147	128	101	-17	84	
Totalt fondkapital (mdkr)	1 185	1 058	958	873	895	

Not 1: Inkomstindex visar genomsnittsinkomstens utveckling och ligger till grund för uppräknig av skulden i inkomstpensionssystemet.

Not 2: Avkastning per fond viktat med genomsnittligt kapital för vardera år, geometriskt genomsnitt 2001-2014.

Inkomstpensionssystemet är i huvudsak ofonderat, dvs. utbetalningar till dagens pensionärer finansieras löpande av inbetalda pensionsavgifter från yrkesaktiva. När pensionsutbetalningarna är större än inbetalningarna, tas medel från buffertkapitalet och vid överskott förs medlen till buffertkapitalet. Under 2014 var det underskott i pensionsbetalningarna och därför överfördes sammanlagt 21 miljarder kronor från Första-Fjärde AP-fonden till inkomstpensionssystemet. Vid 2014 års slut utgjordes tillgångarna i inkomstpensionssystemet av 86 procent avgiftstillgångar och 14 procent buffertkapital. Buffertfonderna utgör således en begränsad del av tillgångarna i inkomstpensionssystemet, men har ändå potential att påverka systemet i tider av kraftiga upp- eller nedgångar.

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 Första-Fjärde AP-fonderna har fortsatt att utveckla sina respektive förvaltningsmodeller i olika riktningar, vilket har lett till utökad diversifiering. Detta bedöms leda till en bättre riskspridning i förvaltningen av buffertkapitalet.

Sjätte AP-fonden har i uppdrag att investera fondmedlen på riskkapitalmarknaden i Sverige och övriga Norden. Fonden är stängd, dvs. utan betalningsflöden gentemot pensionssystemet. Under 2014 uppgick fondens avkastning till 6,5 procent, vilket översteg inkomstindex men var 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) är för tidigt att utvärdera, men regeringen ser positivt på det konsekventa genomförandet av denna strategi.

De totala förvaltningskostnaderna för buffertfonderna (Första-Fjärde och Sjätte AP-fonden) uppgick till 1,7 miljarder kronor under 2014, vilket var 0,2 miljarder kronor mer än föregående år. Som andel av det totala buffertkapitalet uppgick förvaltningskostnaderna till 0,15 procent, vilket är 0,01 procentenheter högre än föregående år.

Sjunde AP-fonden har sin roll inom premiepensionssystemet. Under 2014 avkastade förvalsalternativ (AP7 Såfa) 29,3 procent, vilket var

ungefär dubbelt så mycket som den genomsnittliga avkastningen för privata fonder i premiepensionssystemet (15,1 procent). Skr. 2014/15:130

Regeringen anser att hållbarhet är en viktig aspekt inom AP-fondernas verksamhet och att hållbarhetsaspekter integreras är viktigt för att uppnå långsiktigt hög avkastning och god riskhantering. 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-fondernas valt olika strategier för att integrera hållbart i sina förvaltningsprocesser. Det är av stor vikt att AP-fonderna är fortsatt transparenta när det gäller den klimatpåverkan som dess investeringar finansierar samt att arbetet för att utveckla jämförbarheten i denna redovisning fortsätter.

Pensionsgruppen enades den 12 mars 2014 om vissa förändringar i pensionssystemet. De delar i överenskommelsen som berör AP-fonderna handlar bl.a. om förändring av Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas struktur och placeringsregler samt förändringar som syftar till en mer kostnadseffektiv förvaltning. Regeringen förutsätter att AP-fonderna fullföljer sitt nuvarande uppdrag att förvalta kapitalet till största möjliga nytta för dagens och framtidens pensionärer till dess att det nya regelverket träder i kraft.

# 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.....	9
2.1.2	Inkomstpensionssystemets finansiella ställning.....	11
2.2	Premiepension.....	13
2.2.1	Sjunde AP-fondens roll.....	13
2.2.2	Premiepensionssystemets finansiella ställning.....	14
3	Utvecklingen på finansmarknaderna.....	15
3.1	Utvecklingen på aktie- och obligationsmarknaderna sedan 2001.....	15
3.2	Obligationsmarknaden 2001–2014.....	16
3.3	Avkastningen på aktie- och obligationsmarknaderna 2001–2014.....	17
4	AP-fondernas redovisade verksamhet.....	18
4.1	Första AP-fondens redovisade resultat.....	19
4.2	Andra AP-fondens redovisade resultat.....	22
4.3	Tredje AP-fondens redovisade resultat.....	25
4.4	Fjärde AP-fondens redovisade resultat.....	28
4.5	Sjätte AP-fondens redovisade resultat.....	31
4.6	Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas kostnader och personal.....	36
4.7	Sjunde AP-fondens redovisade resultat.....	39
5	Utvärdering av AP-fondernas verksamhet.....	43
5.1	Buffertfonderna i inkomstpensionssystemet.....	43
5.2	Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning.....	52
5.2.1	Strategisk förvaltning.....	52
5.2.2	Aktiv förvaltning.....	61
5.3	Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning.....	64
5.4	Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning.....	68
5.4.1	Strategisk förvaltning.....	68
5.4.2	Aktiv förvaltning.....	71
6	Hållbarhet och övriga förvaltningsfrågor.....	72
6.1	Hållbarhet, ägarstyrning och ersättningar.....	72
6.2	Övriga förvaltningsfrågor.....	80
Bilaga 1	Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna.....	83
Bilaga 2	Placeringsbestämmelser för AP-fondernas verksamhet i sammandrag.....	92
Bilaga 3	Utdrag ur årsredovisning för Första AP-fonden.....	95
Bilaga 4	Utdrag ur årsredovisning för Andra AP-fonden.....	113

Bilaga 5	Utdrag ur årsredovisning för Tredje AP-fonden.....	129	Skr. 2014/15:130
Bilaga 6	Utdrag ur årsredovisning för Fjärde AP-fonden.....	145	
Bilaga 7	Utdrag ur årsredovisning för Sjätte AP-fonden .....	164	
Bilaga 8	Utdrag ur årsredovisning för Sjunde AP-fonden.....	178	
Bilaga 9	Underlag från McKinsey & Company.....	203	
	Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 21 maj 2015 .....	268	

# 1 Inledning

Det allmänna statliga ålderspensionssystemet reformerades 1 januari 1999 som ett resultat av en bred partiuppgörelse mellan Socialdemokraterna och de fyra borgliga partierna. Det förmånsbestämda pensionssystemet – som omfattade ATP och folkpension – ersattes då av ett avgiftsbestämt system – som omfattar inkomstpension, garantipension och premiepension (se vidare avsnitt 2.1). Inom ramen för det avgiftsbestämda pensionssystemet verkar de allmänna pensionsfonderna (Första, Andra, Tredje, Fjärde, Sjätte och Sjunde AP-fonderna) som statliga myndigheter. Samtliga fonder utom Sjätte AP-fonden regleras i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). Sjätte AP-fondens verksamhet startade 1996 och regleras i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden (med ikraftträdande 1 januari 2001).

Enligt lag ska AP-fonderna årligen överlämna en årsredovisning och revisionsberättelse till regeringen. Sjätte AP-fonden ska dessutom lämna en egen utvärdering av fondens förvaltning. Regeringen ska sedan ställa samman fondernas årsredovisningar och utvärdera förvaltningen av fondkapitalet. Regeringens analys och slutsatser, tillsammans med AP-fondernas årsredovisningar, ska överlämnas till riksdagen senast den 1 juni året efter räkenskapsåret.

I denna skrivelse utvärderas AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2014. Avsnitt 2 innehåller en översiktlig beskrivning av AP-fondernas roll i det allmänna pensionssystemet. Avsnitt 3 sammanfattar utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan 2001. Avsnitt 4 sammanställer AP-fondernas resultat och kostnader baserat på AP-fondernas årsredovisningar. Avsnitt 5 redovisar regeringens utvärdering av AP-fondernas förvaltning. Inledningsvis i kapitlet analyseras buffertfondernas samlade bidrag till inkomstpensionssystemet fr.o.m. 2001, dvs. under den period som de ingått i systemet med nuvarande regler. Därefter utvärderas styrelsernas strategiska förvaltning i ett långsiktigt perspektiv, bl.a. med utgångspunkt i AP-fondernas mål och inkomstindex. Här används långa utvärderingsperioder, främst på tio år. Resultatet av AP-fondernas aktiva förvaltning utvärderas däremot över kortare tidshorisonter. Sjätte AP-fondens långsiktiga avkastning baseras på fondens olika delportföljer och sedan fondens start 1996. Sjunde AP-fonden utvärderas i förhållande till de privata alternativen i premiepensionssystemet. Avsnitt 6 behandlar hållbarhetsfrågor avseende miljö, etik, ersättningar m.m. Avsnittet tar även upp Sjunde AP-fondens finansiella och de viktigaste iakttagelserna från revisorernas granskning av intern styrning i samtliga AP-fonder.

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<sup>1</sup>. Liksom tidigare år har extern expertis anlåtats i arbetet med den årliga utvärderingen av AP-fondernas verksamhet. Konsulterna McKinsey & Company bistår utvärderingen och har

<sup>1</sup> [www.ap1.se](http://www.ap1.se), [www.ap2.se](http://www.ap2.se), [www.ap3.se](http://www.ap3.se), [www.ap4.se](http://www.ap4.se), [www.apfond6.se](http://www.apfond6.se) och [www.ap7.se](http://www.ap7.se).

därtill gjort en särskild studie av AP-fondernas arbete i frågor om hållbarhet (*bilaga 9*). Den årliga revisionen har utförts av revisorer från Ernst & Young.

Skr. 2014/15:130

### *Pensionsgruppens överenskommelse 12 mars 2014 om vissa förändringar i pensionsöverenskommelsen*

Pensionsgruppen enades den 12 mars 2014 om vissa förändringar i pensionsöverenskommelsen. Pensionsgruppens syn är att pensionssystemet i grunden fungerar väl, men att förändringar i omvärlden och erfarenheter från de första femton åren av AP-fondssystemet ger skäl till att se över ett antal delar av systemet. Översynen innebär bl.a. att förslags tas fram avseende förändring av AP-fondernas struktur och placeringsregler, en jämnare utveckling av inkomstpensionerna, ett längre arbetsliv och förändring av premiepensionssystemet. Överenskommelsen är av övergripande karaktär och har varierande detaljeringsgrad för de olika delarna. Regeringen förutsätter att AP-fonderna fullföljer sitt uppdrag att förvalta kapitalet till största möjliga nytta för dagens och framtidens pensionärer intill dess det nya regelverket är på plats.

I fråga om premiepensionen framhölls i den nya överenskommelsen att det finns svagheter i premiepensionssystemet relaterade till bristande finansiell kunskap hos sparare, höga kostnader och stor framtida spridning i utfall av premiepensionssparande. Det behöver därför vidtas åtgärder för att förändra premiepensionssystemet. De alternativ som tidigare presenterats i premiepensionsöversynen bör fortsätta beredas inom Regeringskansliet. Ett av underlagen i frågan utgörs av rapporten Vägval för premiepensionen (Ds 2013:35) som presenterades av Finansdepartementet i maj 2013.

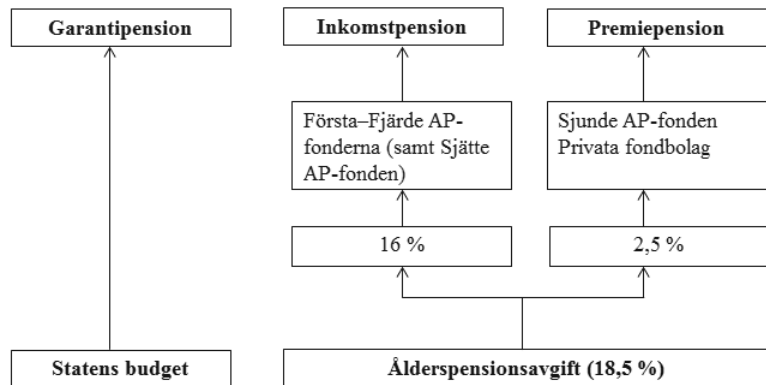
## 2 AP-fonderna och det allmänna pensionssystemet

Det svenska pensionssystemet kan sägas bestå av tre delar. Den första och grundläggande delen utgörs av det allmänna pensionssystemet, vilket omfattar samtliga medborgare i Sverige. Den andra delen utgörs av tjänstepension, vilken bygger på överenskommelser mellan arbetsgivare och arbetstagare (ofta i form av kollektivavtal). Den tredje delen utgörs av privat pensionssparande och är helt frivillig. Denna skrivelse behandlar endast tillgångar och betalningsflöden inom det allmänna pensionssystemet. Det är inom detta system som AP-fonderna ingår.

Vårt nuvarande allmänna pensionssystem har sin bakgrund i den pensionsreform som genomfördes i januari 1999. 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. tilläggspension) och för den som haft låg eller ingen inkomst infördes garantipension. Garanti-

pension är ett grundskydd som finansieras från statsbudgeten. Pensionsreformen var ett resultat av en bred partiuppgörelse mellan Socialdemokraterna och de fyra borgliga partierna.<sup>2</sup>

**Figur 2.1 Det allmänna ålderspensionssystemet**



## 2.1 Inkomstpension

Inkomstpensionssystemet är i huvudsak ofonderat, vilket innebär att inbetalda pensionsavgifter används för att finansiera samma års pensionsutbetalningar. För att hantera skillnaderna mellan de löpande pensionsavgifterna och pensionsutbetalningarna finns ett buffertkapital. Buffertkapitalet har även som uppgift att bidra till stabiliteten i pensionssystemets och till dess långsiktiga finansiering.

Avgiften till det allmänna pensionssystemet är fast och uppgår till 18,5 procent av pensionsgrundande inkomster. Pensionsrätten för inkomstpension utgör 16 procent och premiepensionen 2,5 procent. Pensionsrätter beräknas för varje individ utifrån pensionsgrundande inkomster. Dessa ackumuleras successivt under hela livet till den s.k. pensionsbehållningen. Storleken på pensionen beror på pensionsbehållningen och från vilken ålder individen väljer att ta ut sin pension. Pensionen påverkas även av ett stort antal samhällsekonomiska och demografiska faktorer. Både på kort sikt och på lång sikt är sysselsättningens utveckling en viktig faktor. Även demografiska faktorer har stor betydelse på lång sikt. Utvecklingen på kapitalmarknaderna och AP-fondernas resultat påverkar värdeutveckling i buffertfonderna, vilket också har betydelse för inkomstpensionen.

<sup>2</sup> Sedan Decemberöverenskommelsen från den 26 december 2014 medverkar även Miljöpartiet i pensionsgruppens arbete.

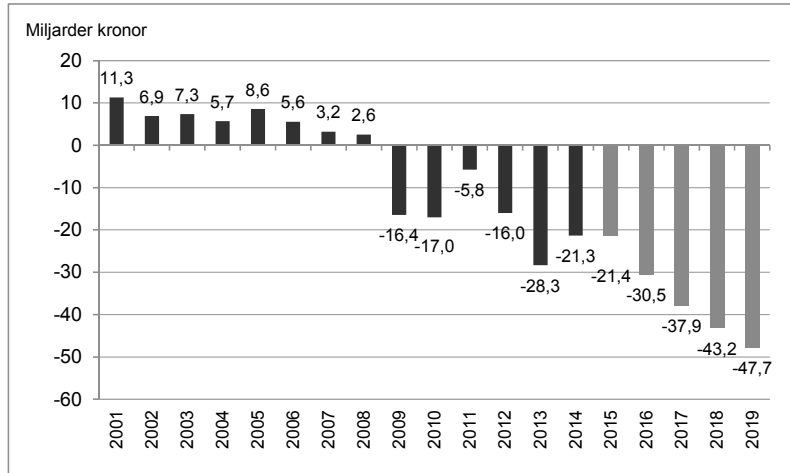


Det är Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna som förvaltar buffertkapitalet. De kan därför sägas vara buffertfonder. När det nuvarande pensionssystemet infördes 2001, fördelades drygt 130 miljarder kronor till vardera av Första–Fjärde AP-fonden. De fyra fonderna gavs samtidigt ett gemensamt regelverk 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 inkomstpensions-systemet. 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, utan att göra avkall på det övergripande målet om hög avkastning. Fonderna ska inte ha näringspolitiska eller ekonomisk-politiska mål. Var och en av AP-fonderna ska, med förvaltade medel, svara för kostnaderna för sin verksamhet, för revision och för uppföljning av fondförvaltningen. Regeringen utser styrelserna i fonderna och utvärderar förvaltningen årligen.

Sjätte AP-fonden är också en del av buffertfondssystemet men regleras i en egen lag, lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Fonden är stängd, vilket innebär att den inte har betalningsflöden gentemot pensionssystemet. Fondens uppdrag skiljer sig även från de andra buffertfonderna genom att medlen ska placeras på riskkapitalmarknaden. Sjätte AP-fonden har sitt ursprung i Sjätte fondstyrelsen, vilken inrättades 1996. Namnbytet gjordes i samband med pensionsreformen. Sjätte AP-fonden ingick dock inte i pensionsöverenskommelsen, vilket inneburit att fonden har arbetat med väsentligen oförändrade förutsättningar sedan 1996. De tidigare gällande reglerna avseende Sjätte fondstyrelsen överfördes i princip oförändrade till den nu gällande lagen (2000:193) 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. Är pensionsutbetalningarna mindre än inbetalningarna sparas överskottet i Första–Fjärde AP-fonderna. Är det underskott i betalningarna tas medel i stället från kapitalet i Första–Fjärde AP-fonderna. Sjätte AP-fonden är som nämnts också en buffertfond i inkomstpensionssystemet, men då den är stängd har den inga betalningsflöden gentemot pensionssystemet. I figur 2.2 framgår nettoflödet mellan pensionssystemet och AP-fonderna (Första–Fjärde AP-fonden). Nettoflödet utgör skillnaden mellan avgifts-inkomster, pensionsavgifter och administrationsavgifter.

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

Källa: Pensionsmyndigheten, februari 2015.

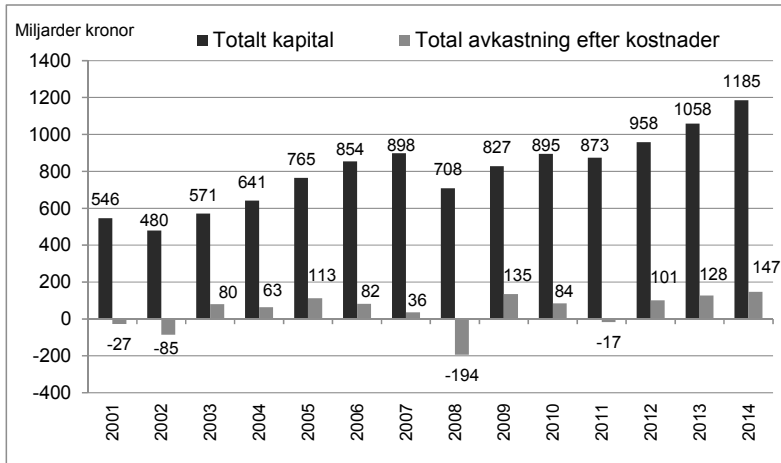
De första åtta åren med det nya pensionssystemet (2001–2008) var inbetalningarna till pensionssystemet större än utbetalningarna. Nettoflödet var således positivt dessa år och under perioden tillfördes AP-fonderna sammanlagt 51 miljarder kronor. År 2009 vände betalningsströmmarna. Under åren 2009–2014 lyftes sammanlagt 105 miljarder kronor från AP-fonden för att finansiera pensionsutbetalningar. För hela perioden 2001–2014 uppgick således nettoutflödet från AP-fonderna till 54 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 bidra till finansieringen av inkomstpensionerna över överskådlig framtid. Åren 2015–2019 beräknas underskotten sammanlagt uppgå till 181 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, så bidrar fonderna positivt till pensionssystemets långsiktiga finansiering. Därmed skapas möjligheter för framtida generationer att erhålla en bättre pension samtidigt som risken minskar för att den s.k. automatiska balanseringen i inkomstpensionssystemet aktiveras. Det är också tänkt att buffertfondernas tillgångar i viss utsträckning ska förändras kontracykliskt mot avgiftstillgången och därmed verka stabiliserande.

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



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

I figur 2.3 framgår hur kapitalet i buffertfonderna (Första–Fjärde AP-fonderna och Sjätte AP-fonden) och den totala avkastningen efter kostnader utvecklats sedan 2001. Vid 2014 års slut uppgick kapitalet i buffertfonderna till 1 185 miljarder kronor, vilket var mer än dubbelt så mycket som vid slutet av 2001. Den totala avkastningen efter kostnader har uppgått till 647 miljarder kronor under perioden 2001–2014. Detta motsvarar en genomsnittlig avkastning på 5,3 procent per år, vilket kan jämföras med att inkomstindex under samma period ökade med 3,1 procent per år. Uppgifterna ovan baseras på McKinseys underlag (se bilaga 9).

I förhållande till inkomstpensionssystemets samlade tillgångar utgör dock buffertfondernas tillgångar en förhållandevis begränsad andel (ca 14 procent vid utgången av 2014). Buffertfondernas utveckling har ändå potential att påverka systemet i tider av kraftiga upp- eller nedgångar (se nästa avsnitt).

### 2.1.2 Inkomstpensionssystemets finansiella ställning

Inkomstpensionssystemets tillgångar och skulder sammanställs i slutet av varje år. Samtidigt fastställs det s.k. balanstalet som mäter systemets finansiella ställning. BalaNSTalet beräknas genom att dividera systemets tillgångar (avgiftstillgången och buffertkapitalet) med pensionsskulden. Om balanstalet understiger 1,0000, dvs. om pensionssystemets skulder överstiger tillgångarna, aktiveras balanseringen i systemet. Balanseringen innebär att pensionsskulden räknas upp i en långsammare takt, vilket gör att systemets finansiella ställning stärks. Om balanstalet överstiger 1,0000 blir balanseringseffekten positiv. Pensionsrätterna räknas då upp i snabbare takt tills systemet är i balans. När systemet är i balans räknas värdet på pensionsrätterna (pensionsskulden) upp med inkomstindex, dvs. pensionsrätterna följer då den genomsnittliga löneutvecklingen i Sverige. Till en början beräknades balanstalet på samma sätt som pensionssystemets finansiella ställning, dvs. genom att tillgångarna

dividerades med pensionsskulden. Sedan 2010 är buffertkapitalet i beräkningarna av balanstalet utbytt mot medelvärdet av de senaste tre årens buffertfondskapital. På så sätt slår inte ett enskilt års förändringar i buffertkapitalet igenom på balanstalet lika mycket.

**Tabell 2.1: Inkomstpensionssystemet tillgångar och skulder (mdkr)**

<b>Beräkningsår</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>
<b>Balanseringsår</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>
Buffertfonden, medelvärde <sup>1</sup>	1 067	963	908	865	810	811	821		
Buffertfonden	1 185	1 058	958	873	895	827	707	898	858
Avgiftstillgång	7 380	7 123	6 915	6 828	6 575	6 362	6 477	6 116	5 945
<b>Summa tillgångar</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>7 014</b>	<b>6 803</b>
<b>Pensionsskuld</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>	<b>6 996</b>	<b>6 703</b>
Över-/underskott	423	127	-80	157	103	-323	-243	18	100
<b>Balanstal</b>	<b>1,038</b>	<b>1,004</b>	<b>0,984</b>	<b>1,020</b>	<b>1,002</b>	<b>0,955</b>	<b>0,983</b>	<b>1,003</b>	<b>1,015</b>
Finansiell ställning <sup>2</sup>	1,052	1,016	0,990	1,021	1,014	0,957	0,967		

<sup>1</sup> Medelvärdet beräknat på de senaste tre åren.

<sup>2</sup> Balanstal enligt tidigare definition (till och med år 2007), enbart beräknat på buffertfondernas marknadsvärde den 31 december respektive år.

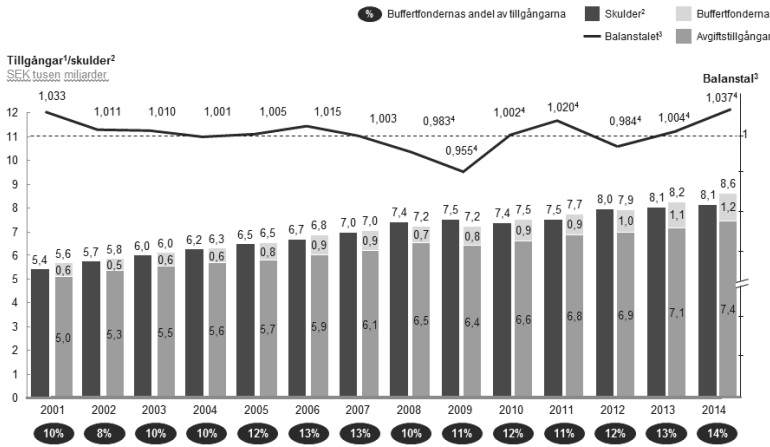
Källa: Pensionsmyndighetens årsredovisning för 2014, s 109.

Vid 2014 års slut uppgick tillgångarna i inkomstpensionssystemet till 8 565 miljarder kronor, varav avgiftstillgången stod för 7 380 miljarder kronor och buffertfonderna för 1 185 miljarder kronor. De buffertfondstullgångar som räknas in i balanstalet uppgick dock till 1 067 miljarder kronor, eftersom ett treårigt medelvärde används i beräkningarna. Skulden i inkomstpensionssystemet, dvs. värdet av alla individers pensionsrätter, uppgick samtidigt till 8 141 miljarder kronor.

Balanstalet verkar med två års fördröjning. Balanstalet som baseras på 2014 års tillgångar och skulder avser 2016 och beräknas till 1,0375. Balanstalen för 2015 och 2014 är sedan tidigare fastställda till 1,0040 respektive 0,9837. Som tidigare nämnts påverkas inkomstpensionssystemets resultat (balanstalet) av ett stort antal samhällsekonomiska och demografiska faktorer. På kort sikt har sysselsättningens utveckling störst betydelse. Buffertfondernas värdeutveckling har också betydelse vilket i sin tur är kopplat till utvecklingen på kapitalmarknaderna. På lång sikt har demografiska faktorer stor betydelse för utvecklingen i balanstalet.

I figur 2.4 illustreras utvecklingen av tillgångar och skulder i inkomstpensionssystemet. Avgiftstillgången utgör merparten av tillgångarna i systemet (86,2 procent vid 2014 års slut). Längst ner i diagrammet framgår att buffertfondernas andel av tillgångarna i systemet har ökat de senaste åren, för att uppgå till 13,8 procent vid 2014 års slut.

**Figur 2.4 Utveckling av tillgångar och skulder i inkomstpensions-systemet**



1 Bestäms av befolkningstillväxt, arbetskraftsdeltagande, ekonomisk tillväxt och löneökningstakt  
 2 Bestäms av antal pensionärer, genomsnittlig livslängd och löneökningstakt  
 3 Balanstalet = buffertfonderna plus framtida inbetalningar dividerat med framtida utbetalningar för inkomstpension. Balanstalet ligger till grund för pensionsutbetalningar två år senare  
 4 Utsäkringens ändrades i proposition 2008/09:219 genom att värdet på buffertfonderna räknas som genomsnitt av de 3 senaste åren. Enligt den tidigare definitionen var balanstalet 1,0139 2010, 1,0208 2011, 0,9560 2012, 1,0155 2013 samt 1,0520 2014

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

## 2.2 Premiepension

Premiepensionssystemet innebär att var och en själv kan välja hur 2,5 procent av den pensionsgrundande inkomsten ska placeras. På Pensionsmyndighetens fondtorg finns det drygt 800 fonder att välja mellan. Tillgångarna i systemet är fullt fonderade, vilket innebär att upp- och nedgång i fondandelarnas värden fullt ut påverkar pensionsspararnas behållningar i systemet.

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.

### 2.2.1 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 förvaltsalternativ, AP7 Såfa (Statens årskullsförvaltningsalternativ där risken förändras med sparnas ålder). Det är även möjligt att välja någon av de fonder som Sjunde AP-fonden förvaltar.

Sjunde AP-fonden regleras, liksom Första–Fjärde AP-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.

### 2.2.2 Premiepensionssystemets finansiella ställning

Vid utgången av 2014 hade premiepensionssystemet 6,6 miljoner sparare och antalet registrerade fonder uppgick till 850. Det totala marknadsvärdet på premiepensionskapitalet (fondförsäkringen) uppgick vid samma tidpunkt till 759 miljarder kronor och den traditionella försäkringen till 18 miljarder kronor. Under 2014 uppgick värdeutvecklingen för fondförsäkringen till 126 miljarder kronor, vilket motsvarande en genomsnittlig tidsviktad avkastning på 20,7 procent<sup>3</sup>. Sjunde AP-fonden är den enskilt största fondförvaltaren i premiepensionssystemet. Vid 2014 års slut förvaltade Sjunde AP-fonden 253 miljarder kronor, varav Såfa utgjorde 246 miljarder kronor. Under 2014 hade den genomsnittlige Såfa-spararen en avkastning på 29,3 procent, vilket kan jämföras med att de privata premiepensionsfonderna i genomsnitt gett en avkastning på 15,1 procent. Risken (mätt som standardavvikelse under den senaste 24 månadersperioden) har för AP7 Såfa varit 9,6 procent jämfört med 5,6 procent för de privata premiepensionsfonderna.

**Tabell 2.2** Fördelningen av fondplaceringarnas marknadsvärde och andel

Fondkategori	2014 mdkr	2014 andel	2013 mdkr	2013 andel	2012 mdkr	2012 andel
Aktiefonder	295,0	38,9	240,3	39,9	192,6	40,9
Blandfonder	77,3	10,2	62,7	10,4	50,9	10,8
Generationsfonder	114,1	15,0	90,3	15,0	71,3	15,1
Räntefonder	26,9	3,5	27,0	4,5	24,3	5,2
AP7 Såfa	245,7	32,4	181,6	30,2	131,8	28,0
<b>Totalt</b>	<b>759,0</b>	<b>100,0</b>	<b>601,9</b>	<b>100,0</b>	<b>471,0</b>	<b>100,0</b>

Källa: Pensionsmyndighetens årsredovisning för 2014, s 160.

En utförlig beskrivning av det allmänna pensionssystemet finns i Pensionsmyndighetens årsredovisning 2014.

<sup>3</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.

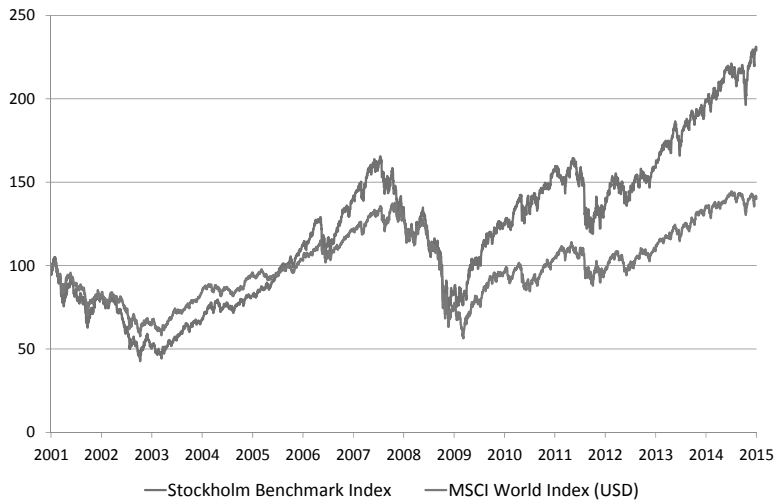
Utvecklingen på de finansiella marknaderna har stor betydelse för resultatutveckling och risk i AP-fonderna. Första–Fjärde AP-fonderna förvaltar sedan start över hälften av sitt kapital i aktier och drygt en tredjedel i obligationer, vilket innebär att finansmarknadernas utveckling i grunden är bestämmande för det resultat fonderna uppnår. Sjätte AP-fonden, vars investeringsinriktning är onoterade tillgångar, påverkas i mindre utsträckning av de omedelbara svängningarna på marknaden, men är å andra sidan beroende av fördelaktiga förhållanden på finansmarknaden för en god resultatutveckling i sina innehav. Sjunde AP-fondens exponering mot aktiemarknaden är större än det underliggande kapitalet genom användning av hävstång i förvaltningen.

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 göra skillnad för om den automatiska balanseringen ska aktiveras eller inte

### 3.1 Utvecklingen på aktie- och obligationsmarknaderna sedan 2001

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

Under 2003 började dock aktiepriserna 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 var anledningen den europeiska statsskuldskrisen och osäkerhet om dess konsekvenser för den globala tillväxten. 2011 och halva 2012 fortsatte att präglades 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 2001–2014**

Not. Avser totalavkastning. Bas 2000-12-31 = 100.

Källa: Bloomberg

Trenden på aktiemarknaden har sedan dess i stort varit uppåtgående, även om Federal Reserves beslut i december 2013 att successivt börja trappa ner stödköpen av obligationer initialt skapade osäkerhet på marknaden. En kombination av minskad riskaversion, brist på investeringsalternativ med låg risk och rimlig avkastning samt relativt låga värderingar på börsen ledde successivt till att förtroendet för aktiemarknaden återvände under senare delen av 2012 och under 2013. Även ljusare konjunkturförväntningar – främst i amerikansk ekonomi men även i stora ekonomier som Storbritannien, Japan och euroområdet – bidrog till ett mer positivt klimat på aktiemarknaden.

Börsåret 2014 har präglats av ökad geopolitisk risk och ökad risk för deflation både Europa och Sverige, vilket lett till en fortsatt gynnsam penningpolitik och lågräntemiljö. Värderingen på aktiemarknaderna har nått nivåer som ur ett historiskt perspektiv är jämförelsevis höga. Den ekonomiska tillväxten i världen förväntas gynnas av återhämtningen i USA. Börsåret 2014 slutade mycket nära årshögsta efter en uppgång på drygt 15 procent i SBX (Swedish Benchmark Index, se nedan).

### 3.2 Obligationsmarknaden 2001–2014

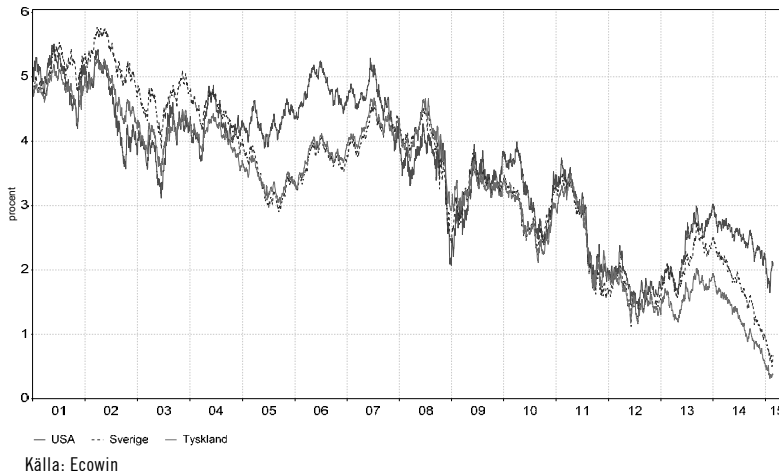
På obligationsmarknaderna internationellt och i Sverige har räntorna trendmässigt fallit. Allt högre obligationspriser (och därmed avkastning) har drivit ned obligationsräntorna. Detta illustreras bl.a. av att svenska nominella och reala obligationer haft en ovanligt hög genomsnittlig årsavkastning i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

Under 2013 steg obligationsräntor på längre löptider markant – främst med anledning av ljusare konjunktutsikter i den amerikanska ekonomin och Federal Reserves beslut att successivt trappa ned stödköpen av obligationer. Under 2014 har dock ränteskillnaderna mellan amerikanska



och europeiska räntenivåer ökat på grund av att riskerna för deflation har ökat markant i Europa. Den svenska räntan har fallit kraftigt sedan slutet av 2013. Även den amerikanska räntan har sjunkit till följd av att inflationstrycket är fortsatt relativt lågt. De europeiska och svenska 10 årsräntorna har dock fallit mycket kraftigare på grund av deflationsrisken och fortsatt kraftigt expansiv penningpolitik från både ECB och Riksbanken. Tyska och svenska tioårsräntor har sjunkit med cirka 1,5 procentenheter sedan slutet av 2013. Fallande räntor innebär kursvinster och högre totalavkastning på obligationsinnehav. För 2014 blev totalavkastningen i nominellt obligationsindex drygt 12 procent. (se tabell 3.1).

**Figur 3.2 Tioårig obligationsränta i USA, Tyskland och Sverige 2001–2015 (procent)**



### 3.3 Avkastningen på aktie- och obligationsmarknaderna 2001–2014

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 2001–2014 haft den bästa årliga totalavkastningen (7,6 procent) följt av svenska nominella och reala obligationer (5,4 –5,6 procent). Utländska aktier har däremot endast avkastat i genomsnitt 3,4 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 än 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 tillgångsslag under 2013, tioårsperioden 2004–2013 och 1 juli 2001–2013 (procent per år)**

	2014	2005–2014	2001–2014
Svenska aktier (SBX)	15,0	10,8	7,6
Utländska aktier (MSCI World i USD)	2,9	3,9	3,4
Utländska aktier (MSCI World i SEK)	24,9	5,5	0,9
Obligationsindex (OMRX)	12,1	4,8	5,4
Reala obligationer (RXRE)	7,4	4,2	5,6
Risikfri ränta	0,4	1,7	2,2

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, Ecowin, Riksbanken.

Vid betraktandet av tioårsperioden 2005–2014 förbättras 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 beräknat med ett genomsnitt av svenska statsskuldsväxlar, avkastar knappt hälften av vad svenska nominella och reala obligationer gör.

Under 2014 noterades en totalavkastning på omkring 15 procent på den svenska aktiemarknaden, medan aktier globalt avkastade cirka 3 procent. Försvagningen av kronan under året har dock lett till att tillgångar i andra valutor (främst dollar) stigit i värde. Nominella och reala obligationer uppvisade en avkastning på 12 procent respektive 7 procent. Under 2014 var riskfria räntan (vägt genomsnitt av statsskuldsväxlar med 3 och 6 månaders löptid) 0,4 procent.

## 4 AP-fondernas redovisade verksamhet

Vid 2014 års slut uppgick det förvaltade kapitalet i buffertfonderna (Första–Fjärde och Sjätte AP-fonden) till 1 185 miljarder kronor. Det sammanlagda resultatet för Första–Fjärde AP-fonden uppgick till 147 miljarder kronor efter kostnader, vilket motsvarar en avkastning på 14,1 procent. Detta var det bästa resultatet i kronor och det fjärde bästa resultatet i procent sedan starten 2001. Under året utbetalades 21,3 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet, dvs. drygt 5 miljarder kronor per buffertfond (Första–Fjärde AP-fonden).

De totala förvaltningskostnaderna för buffertfonderna (Första–Fjärde och Sjätte AP-fonden) uppgick till 1,7 miljarder kronor under 2014, vilket var 0,2 miljarder kronor mer än föregående år. Som andel av det totala buffertkapitalet uppgick de totala förvaltningskostnaderna till 0,15 procent, vilket är 0,01 procentenheter högre än föregående år.

Sjunde AP-fondens förvaltade kapital uppgick vid 2014 års slut till 253 miljarder kronor. Avkastningen i statens förvalsalternativ (Såfa) var

29,3 procent under 2014, vilket kan jämföras med genomsnittet för de Skr. 2014/15:130 privata premiepensionsfonderna som var 15,1 procent.

**Tabell 4.1 AP-fondernas utgående fondkapital och resultat 2014 samt avkastningsmål (efter kostnader, mdkr och procent)**

	Utgående fondkapital <sup>1</sup> (mdkr)	Resultat 2014 (mdkr)	(%)	AP-fondernas avkastningsmål under 2014
Första AP-fonden	284	36,4	14,6	Nominell avkastning 5,5 % per år över rullande tioårsperiod
Andra AP-fonden	294	34,3	13,1	Real avkastning på 5,0 % per år under minst en tioårsperiod
Tredje AP-fonden	288	35,0	13,7	Real långsiktig avkastning på 4,0 % per år
Fjärde AP-fonden	295	40,2	15,7	Real långsiktig avkastning på 4,5 % per år
Sjätte AP-fonden	24	1,4	6,5	Nominell avkastning SIX Nordic200 CAP GI+2,5 procentenheter över fem år
<b>Summa</b>	<b>1 185</b>	<b>147,3</b>		
Sjunde AP-fonden	253		29,3	Förvaltsalternativet (Såfa) avkastning minst lika bra som genomsnittet av privata fonder i premiepensionssystemet

Not 1: För Första–Fjärde AP-fonderna avses utgående fondkapital per 31 dec 2014, dvs. efter gjorda transaktioner till inkomstpensionssystemet.

Not 2: Utvärderingen av AP-fondernas verksamhet redovisas i avsnitt 5.

Källa: Första–Fjärde, Sjätte och Sjunde AP-fondernas årsredovisning för 2014, se bil. 3–8.

Det övergripande avkastningsmålet för respektive fond sätts av AP-fondernas styrelse (Första–Fjärde och Sjunde) utifrån målet i lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder och för Sjätte AP-fonden utifrån målet i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Fondernas placeringsbestämmelser framgår av respektive lag (se bilaga 2).

## 4.1 Första AP-fondens redovisade resultat

### *Fondkapital och resultat*

Första AP-fondens resultat uppgick till 36,4 miljarder kronor 2014. Resultatet motsvarar en avkastning på 14,6 procent efter kostnader (11,2 procent året innan). Under året överfördes 5,1 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Sammantaget ökade fondkapitalet med 31,3 miljarder kronor till 283,8 miljarder kronor (tabell 4.2).

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

	2014	2013
Ingående fondkapital	252 507	233 700
Årets resultat	36 424	25 687
Överföringar	-5 120	-6 880
<b>Utgående fondkapital</b>	<b>283 811</b>	<b>252 507</b>

Not. Överföringar innehåller nettobetalningar till pensionssystemet.

### *Styrelsens avkastningsmål*

Under 2013 och 2014 var avkastningsmålet för Första AP-fonden nominell avkastning om 5,5 procent efter kostnader över rullande tioårsperioder. Före 2013 var målet formulerat över en femårsperiod. Från och med 2015 har AP-fondens styrelse höjt avkastningsmålet till en real avkastning på 4,0 procent efter kostnader över rullande tioårsperioder. Från och med 2015 avser såldes avkastningsmålet för samtliga buffertfonder (Första–Fjärde) real avkastning.

### *Investeringsprocess och strategi*

För att nå avkastningsmålen inom ramen för fastställd risknivå består Första AP-fondens portfölj av en rad olika tillgångar med olika egenskaper ur ett investerarperspektiv. Sedan 2009 arbetar fonden efter en investeringsprocess baserad på långsiktighet, fundamental analys och ett ökat inslag av andra investeringar än noterade aktier och räntebärande tillgångar.

Investeringsprocessen består av tre beslutsnivåer; strategisk allokering, strategisk förvaltning och operativ förvaltning. Strategisk allokering omfattar allokering mellan olika tillgångsslag, beslut om storleken på fondens valutaexponering och durationen i ränteportföljen. Strategisk förvaltning omfattar alla beslut om allokering inom tillgångsslag, till exempel allokeringen mellan aktieregioner, allokering mellan kreditobligationer och statsobligationer och allokering mellan olika valutor. Operativ förvaltning är den förvaltning som fonden bedriver inom varje tillgångsslag utifrån de valda strategierna.

### *Portföljen*

Första AP-fondens portfölj bestod vid 2014 års slut av 46,2 procent aktier, 27,5 procent räntebärande tillgångar, 24,7 procent onoterade placeringar och 1,5 procent kassa/valuta. Jämfört med föregående årsskifte har andelen onoterade placeringar ökat, medan andelarna för de övriga tillgångsslagen minskat något (tabell 4.3).

**Tabell 4.3 Första AP-fondens portfölj (mdkr respektive procent)**

Skr. 2014/15:130

	2014		2013	
	mdkr	%	mdkr	%
Aktier Sverige	32,4	11,4	30,1	11,9
Aktier utvecklade länder	70,2	24,7	64,1	25,4
Aktier utvecklingsländer	28,7	10,1	24,2	9,6
<b>Summa aktier</b>	<b>131,3</b>	<b>46,2</b>	<b>118,4</b>	<b>46,9</b>
<b>Räntebärande</b>	<b>78,1</b>	<b>27,5</b>	<b>74,9</b>	<b>29,7</b>
<b>Kassa/valuta</b>	<b>4,3</b>	<b>1,5</b>	<b>4,1</b>	<b>1,6</b>
Fastigheter	25,0	8,8	22,2	8,8
Hedgefonder	16,6	5,9	12,4	4,9
Riskkapitalfonder	12,5	4,4	8,4	3,3
Övriga tillgångar	12,2	4,3	9,5	3,8
Nya investeringar	3,8	1,3	2,6	1,0
<b>Summa onoterade placeringar</b>	<b>70,2</b>	<b>24,7</b>	<b>55,1</b>	<b>21,8</b>
<b>Summa fondkapital</b>	<b>283, 8</b>	<b>100,0</b>	<b>252,5</b>	<b>100,0</b>

Första AP-fonden förvaltar svenska och utländska aktier på utvecklade marknader internt med fokus på stora och medelstora bolag. Tillväxtmarknader och småbolag förvaltas av externa förvaltare. De räntebärande tillgångarna förvaltas i en global ränteportfölj med största delen placerad i utländska tillgångar. Första AP-fonden äger tillgångar utgivna i flera valutor. Valutan behandlas dock som ett eget tillgångsslag, vilket innebär att tillgångars värde omräknas till svenska kronor. Enligt placeringsreglerna får inte den totala valutaexponeringen överstiga 40 procent av portföljen. Merparten av valutapositionen minskas därför med valuta-hedgar.

Bland de onoterade tillgångarna utgör fastigheter den största delen. Första AP-fondens strategi är att öka andelen fastighetsinvesteringar både i Sverige och utomlands. Fastighetsinvesteringarna bygger främst på löpande avkastning från hyresbetalningar och endast till en mindre del av investeringar där en förväntad värdestegring är den viktigaste komponenten. Hedgefonder och riskkapitalfonder utgör också tillgångar som redovisas under onoterade placeringar. Hedgefondstrategin syftar till att dämpa effekten av kraftiga kursrörelser i den övriga portföljen. Riskkapitalfonder investerar i onoterade bolag och förväntas över tid ha en högre avkastning än investeringar i noterade aktier.

Vid slutet 2014 förvaltades 65,4 procent av kapitalet i Första AP-fonden internt, vilket är en ökning med 2,5 procentenheter jämfört föregående årsskifte.

#### *Avkastning*

Under 2014 avkastade Första AP-fondens portfölj 14,8 procent före kostnader och 14,6 procent efter kostnader. I tabell 4.4 redovisas avkastningen (före kostnader) per tillgångskategori under 2014 och 2013 samt respektive tillgångskategori bidrag till fondens totala avkastning under 2014.

**Tabell 4.4 Första AP-fondens redovisade avkastning (procent respektive procentenheter per år)**

	2014 %	2013 %	Bidrag till totalavkastning 2014 (procentenheter)
Aktier Sverige	13,2	24,0	1,4
Aktier utvecklade länder	10,4	24,1	2,4
Aktier utvecklingsländer	21,1	-3,3	1,7
<b>Aktier</b>	<b>11,2</b>	<b>17,9</b>	<b>5,5</b>
<b>Räntebärande värdepapper</b>	<b>3,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>
<b>Allokering, kassa, valuta</b>	<b>5,6</b>	<b>0,3</b>	<b>5,6</b>
Fastigheter	11,5	19,2	1,0
Hedgefonder	11,3	8,2	0,6
Riskkapitalfonder	20,1	11,0	0,7
Övriga tillgångar	5,8	-2,7	0,2
Nya investeringar	2,2	2,9	0,0
<b>Total avkastning före kostnader</b>	<b>14,8</b>	<b>11,3</b>	<b>14,8</b>

Not. Utländska aktier och räntebärande tillgångar avser valutasäkrad avkastning.

I Första AP-fondens årsredovisning framgår även de olika beslutsnivåernas bidrag till fondens totala avkastning. Utvärderingen görs i förhållande till Första AP-fondens startportfölj per den 1 januari 2014. Av den totala avkastningen på 14,8 procent före kostnader bidrog startportföljen med 9,7 procentenheter. Den operativa förvaltningen bidrog med 5,7 procentenheter, medan den strategiska allokeringen och den strategiska förvaltningen bidrog något negativt med -0,4 respektive -0,3 procentenheter.

I McKinseys utvärdering (bilaga 9) framgår att fondens årliga avkastning efter kostnader var 8,9 procent under den senaste femårsperioden (2010–2014), 6,8 procent under tioårsperioden (2005–2014) och 5,7 procent under perioden 2001–2014. 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 34,3 miljarder kronor 2014, vilket motsvarar en avkastning på 13,1 procent efter kostnader (12,7 procent året innan). Under året överfördes 5,1 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Fondkapitalet ökade under året med 29,2 miljarder kronor till 293,9 miljarder kronor.

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

Skr. 2014/15:130

	2014	2013
Ingående fondkapital	264 712	241 454
Årets resultat	34 315	30 138
Överföringar	-5 120	-6 880
<b>Utgående fondkapital</b>	<b>293 907</b>	<b>264 712</b>

Not. Överföringar innehåller nettobetalingar till pensionssystemet.

### *Styrelsens avkastningsantagande*

Under 2014 var avkastningsantagandet för Andra AP-fonden att generera en långsiktig årlig real avkastning på 5,0 procent per år. På grund av förväntat lägre globala räntor på lång sikt har antagandet fr.o.m. 2015 justerats ned till 4,5 procent.

### *Investeringsprocess och strategi*

Andra AP-fondens strategi för att nå målet 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. Detta 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. De mer traditionella breda kapitalvägda indexen kompletteras med specialiserade index. Valen av index styr den aktiva förvaltningen, där målsättningen för den interna och externa förvaltningen är att överträffa de index som valts.

### *Portföljen*

Andra AP-fondens portfölj bestod vid 2014 år slut av 48,4 procent aktier (37,3 procent utländska och 10,1 procent svenska), 33,3 procent räntebärande instrument och 19,3 procent alternativa placeringar. Jämfört med föregående årsskifte har andelen alternativa placeringar och andelen räntebärande instrument ökat, medan andelen aktier minskat (tabell 4.6).

**Tabell 4.6 Andra AP-fondens portfölj (mdkr respektive procent)**

	2014		2013	
	mdkr	%	mdkr	%
Svenska aktier	29,7	10,1	30,3	11,4
Utländska aktier	109,6	37,3	105,2	39,7
Räntebärande instrument	97,9	33,3	86,9	32,9
Alternativa investeringar	56,7	19,3	42,3	16,0
<b>Summa fondkapital</b>	<b>293,9</b>	<b>100,0</b>	<b>264,7</b>	<b>100,0</b>

Not. Avser exponering, dvs. inklusive positioner i derivat.

Under tillgångsslaget alternativa investeringar ingår onoterade fastigheter (inklusive skogs- och jordbruksfastigheter), riskkapitalfonder, alternativa riskpremier, alternativa krediter samt aktieinvesteringar på den lokala kinesiska aktiemarknaden.

Vid utgången av 2014 förvaltades 72 procent av fondkapitalet internt och 28 procent externt.

#### *Avkastning*

Under 2014 avkastade Andra AP-fondens portfölj 13,3 procent före kostnader och 13,1 procent efter kostnader. I tabell 4.7 redovisas avkastningen (före kostnader) per tillgångskategori under 2014 och 2013 samt respektive tillgångskategoris bidrag till fondens totala avkastning 2014.

**Tabell 4.7 Andra AP-fondens redovisade avkastning (procent respektive procentenheter per år)**

	2014	2013	Bidrag till totalavkastning 2014 (procentenheter)
	%	%	
Svenska aktier	16,8	27,2	1,8
Utländska aktier	26,7	18,4	9,9
Räntebärande instrument	14,4	-0,9	4,7
<b>Viktad avkastning likvid portfölj</b>	<b>13,5</b>	<b>12,7</b>	<b>16,4</b>
Aktiv avkastning före kostnader	0,5	0,4	
Alternativa investeringar	12,1	13,4	2,1
<b>Total avkastning före kostnader</b>	<b>13,3</b>	<b>12,8</b>	<b>13,3</b>

Not. Utöver redovisade poster bidrog GTAA med 0,1 procentenheter, Overlay -0,1 procentenheter och FX Hedge -5,2 procentenheter.

Bland tillgångsslagen hade utländska aktier högst avkastning (26,7 procent) följt av svenska aktier (16,8 procent). Räntebärande tillgångar hade också en för tillgångsslaget anmärkningsvärd hög avkastning (14,4 procent), vilket var en följd av fallande marknadsräntor. Alternativa investeringar, dvs. fastigheter, riskkapitalfonder, alternativa krediter, alternativa riskpremier och kinesiska A-aktier avkastade 12,1 procent. Av totalavkastningen på 13,3 procent svarade utländska aktier för den enskilt största delen (9,9 procentenheter).



Andra AP-fonden har en valutasäkringspolicy vars syfte är att minska risken i fondens portfölj. Ett systematiskt valutasäkringsprogram som ska leda till lägre variation i portföljens värde tillämpas. Kronförsvagningen under året bidrog därför med -6,3 procent. Valutarisken i tillväxtmarknader valutasäkras dock inte, eftersom fonden bedömer att den risken över tid kompenseras med en högre avkastning. Då inte hela exponeringen valutasäkras kompenseras den negativa avkastning mer än väl av att tillgångar i utländsk valuta steg i värde.

I McKinseys utvärdering (bilaga 9) framgår att fondens årliga avkastning efter kostnader uppgick till 9,4 procent under den senaste femårsperioden (2010–2014), till 7,1 procent under tioårsperioden (2005–2014) och till 6,0 procent under perioden 2001–2014. Detta innebär att Andra AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsantagande under den senaste fem- och tioårsperioden, men inte under perioden sedan fondens start 2001–2014. Fondens avkastning efter kostnader har dock varit högre än inkomstindex under samtliga nämnda perioder.

### 4.3 Tredje AP-fondens redovisade resultat

#### *Fondkapital och resultat*

Tredje AP-fondens resultat uppgick till 35,0 miljarder kronor 2014, vilket motsvarar en avkastning på 13,7 procent efter kostnader (14,1 procent året innan). Under året överfördes 5,1 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Fondkapitalet ökade med 29,9 miljarder kronor till 288,3 miljarder kronor.

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

	2014	2013
Ingående fondkapital	258 475	232 956
Årets resultat	34 977	32 398
Överföringar	-5 120	-6 880
<b>Utgående fondkapital</b>	<b>288 332</b>	<b>258 475</b>

Not. Överföringar innehåller nettobetalningar 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 det är pensionärernas köpkraft som värnas.

#### *Investeringsprocess och strategi*

Tredje AP-fondens investeringsstrategi bygger på en s.k. dynamisk tillgångsallokering, vilket syftar till att minska risken för stora negativa utfall. Fondens styrelse utvärderar förvaltningen kontinuerligt med hjälp av en modell bestående av fyra delkomponenter. Tillsammans ger detta

en bild av fondens möjligheter att nå det långsiktiga målet samt hur dessa möjligheter förvaltas.

Tredje AP-fonden investerar i en global portfölj bestående av såväl noterade som onoterade tillgångar. Portföljen är mer robust i perioder av finansiell oro än en traditionell portfölj bestående av enbart noterade aktier och obligationer. Portföljen är indelad i olika riskklasser för att förtydliga investeringsfilosofin som bygger på att diversifiering är ett sätt att risksprida kapitalet. Varje riskklass bygger på en viss typ av underliggande risk. Den dominerande risken i portföljen utgörs av aktier (eftersom aktieandelen är runt 50 procent) och tillgångsslaget har historiskt den högsta risken bland relevanta tillgångar.

En viktig del av diversifieringstanken är att faktiska investeringsbeslut delegeras till flera medarbetare inom fonden. Inom förvaltningsorganisationen finns tydliga ansvarsområden och befogenheter. För att säkerställa att det delegerade beslutsfattandet är framgångsrikt har Tredje AP-fonden en strukturerad analys och en god riskhantering.

Den övergripande allokeringen av kapitalet är den faktor som över tid har störst betydelse för fondens avkastning och totalrisk. Strategifokus ligger just på detta. En god övergripande riskallokering uppnås genom diversifiering och genom att fonden i ett medellångt perspektiv förändrar allokeringen beroende på förutsättningarna på finansmarknaden, så kallad dynamisk tillgångsallokering.

### *Portföljen*

Tredje AP-fondens portfölj bestod vid 2014 års slut av 45,9 procent aktier (34,9 procent utländska och 11,0 procent svenska), 33,0 procent nominella räntebärande instrument, 5,3 procent reala räntebärande instrument och 15,9 procent alternativa placeringar. Jämfört med föregående årsskifte har andelen nominella räntebärande instrument ökat, medan andelen aktier och reala räntebärande instrument minskat (tabell 4.9).

**Tabell 4.9 Tredje AP-fondens portfölj (mdkr respektive procent)**

	2014		2013	
	mdkr	%	mdkr	%
Svenska aktier	31,7	11,0	32,6	12,6
Utländska aktier	100,5	34,9	95,4	36,9
Nominella räntebärande instrument	95,0	33,0	68,9	26,7
Reala räntebärande instrument	15,3	5,3	21,6	8,4
Alternativa investeringar	45,8	15,9	39,8	15,4
<b>Fondkapital</b>	<b>288,3</b>	<b>100,0</b>	<b>258,5</b>	<b>100,0</b>

Under tillgångsslaget alternativa investeringar utgör fastigheter den största posten (33,4 miljarder kronor vid utgången av 2014). Onoterade aktier inklusive infrastrukturfonder utgjorde 10,6 miljarder kronor.

Tredje AP-fonden har sedan 2005 strävat efter att bredda risktagandet i portföljen för att minska fondens exponering mot noterade aktier. Denna process fortsatte under 2014. Fondens har även fortsatt att öka andelen

nominellt räntebärande instrument genom att öka innehavet av statsobligationer med hög kreditvärdighet.

Vid utgången av 2014 förvaltades 66,8 procent av Tredje AP-fondens kapital internt, vilket var en ökning jämfört med föregående årsskifte (64,8 procent).

#### Avkastning

Under 2014 avkastade Tredje AP-fondens portfölj 13,8 procent före kostnader och 13,7 procent efter kostnader. Tredje AP-fonden delar upp portföljen i sju riskklasser, i stället för kategorier av tillgångar. Syftet med denna uppdelning är att förtydliga och åskådliggöra de risker som fondens portfölj är utsatt för. I tabell 4.10 redovisas avkastning per riskklass under 2014 och 2013 samt deras respektive bidrag till Tredje AP-fondens totala avkastning under 2014.

**Tabell 4.10 Tredje AP-fondens redovisade avkastning (procent respektive procentenheter per år)**

Riskklass	Tillgångar	2014 %	2013 %	Bidrag till totalavkastning 2014 (p.e.)
Aktie	noterade och onoterade aktier	9,9	25,5	4,8
Räntor	statsobligationer	10,0	-0,2	2,2
Kredit	bostads- och företagsobligationer	5,1	2,6	0,5
Inflation	realränteobligationer, fastigheter	8,9	7,8	1,6
Valuta				4,3
Övrig exponering	konvertibla skuldebrev, försäkringsrisker		24,6	0,2
Absolutavkastande strategier				0,3
<b>Total avkastning efter kostnader</b>		<b>13,8</b>	<b>14,2</b>	<b>13,8</b>

Not. Avkastning för riskklasser avser avkastning före kostnader, medan total avkastning är beräknad efter kostnader. Avkastning för utländska aktier och räntebärande värdepapper är beräknad inklusive valutasäkring.

Under 2014 genererade riskklass aktier (investeringar i noterade och onoterade aktier) en avkastning på 9,9 procent (25,5 procent året innan). Då aktier utgör det största tillgångsslaget i portföljen var dess bidrag till totalavkastningen också störst (4,8 procentenheter). Riskklass räntor genererade en avkastning på 10,0 procent (-0,2 procent året innan) och gav ett bidrag till totalavkastningen på 2,2 procentenheter. Den samlade avkastningen för riskklass inflation (investeringar i svenska och amerikanska realränteobligationer samt fastigheter, skog, jordbruk och infrastruktur) var 8,9 procent och bidrog med 1,6 procentenheter till fondens totala avkastning. Riskklassen valuta bidrog med 4,3 procentenheter till fondens totala avkastning. Under året försvagades den svenska kronan, vilket gjorde att de utländska tillgångar som fonden äger steg i värde. I slutet av 2014 hade Tredje AP-fonden en öppen valutaposition

på totalt 24 procent av fondens totalvärde (20,5 procent vid föregående årsskifte).

I McKinseys utvärdering (bilaga 9) framgår att fondens årliga avkastning efter kostnader uppgick till 8,8 procent under den senaste femårsperioden (2010–2014), till 6,8 procent per år under tioårsperioden (2005–2014) och till 5,8 procent under perioden 2001–2014. Detta innebär att Tredje AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsantagande under samtliga nämnda perioder. Fondens avkastning efter kostnader har varit högre än inkomstindex under samtliga nämnda perioder.

#### 4.4 Fjärde AP-fondens redovisade resultat

##### *Fondkapital och resultat*

Fjärde AP-fondens resultat uppgick till 40,2 miljarder kronor 2014, vilket motsvarar en avkastning på 15,7 procent efter kostnader (16,4 procent året innan). Under året överfördes 5,1 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet. Fondkapitalet ökade under året med 35,1 miljarder kronor till 294,9 miljarder kronor.

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

	2014	2013
Ingående fondkapital	259 748	229 631
Årets resultat	40 226	36 997
Överföringar	-5 120	-6 880
<b>Utgående fondkapital</b>	<b>294 854</b>	<b>259 748</b>

Not. Överföringar innehåller nettobetalningar 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 bedömningen om att det är vad som krävs för att nuvarande pensionsystems tillgångar och skulder ska balansera över en 40-årsperiod.

##### *Investeringsprocess och strategi*

Tillgångarna i Fjärde AP-fondens portfölj förvaltas i delportföljer med olika tidshorisonter. Normalportföljen är Fjärde AP-fondens referensportfölj vars tillgångsfördelning beslutas av styrelsen. Normalportföljen är fiktiv och består av ett antal olika index. Tidshorizonten är 40 år. Tillgångarna förvaltas i den Strategiska och den Taktiska förvaltningen. Den Strategiska förvaltningen har en tidshorizont på mellan 3–15 år och den Taktiska förvaltningen på upp till tre år.

Fjärde AP-fondens affärsfilosofi bygger på fyra hörnstenar: långsiktighet, transparens, affärsmässighet och individ före modell. Fondens långsiktiga mandat möjliggör extra positiv avkastning genom att den tillåter en något längre placeringshorisont än vad som är vanligt för en genomsnittlig professionell investerare. Strategisk förvaltning är en ytter-

ligare placeringshorisont, vilken ingår i förvaltningsstrukturen sedan 2013. Den innebär fler investeringsstrategier och ytterligare riskspridning. Strukturen möjliggör hög mätbarhet och transparens av avkastning, risk och kostnad. Detta gör det lättare för styrelsen och andra intressenter att följa och utvärdera förvaltningen. Utvärderingsperioden för den nya strukturen är rullande fem år med startår 2013, vilket innebär att 2017 kommer att vara det första året med en hel utvärderingsperiod. Affärsmässighet är ytterligare en hörnsten i fondens affärsfilosofi. I varje beslut och i varje investering eftersträvas det alternativ som är bäst för den svenska pensionären. Det innebär att söka efter de alternativ som ger bäst avkastning till lägst möjliga kostnad. Den fjärde och sista hörnstenen i fondens affärsstrategi är att försöka sätta individen i centrum. Kapitalförvaltningsbranschen har under de senaste decennierna blivit allt mer styrd av modeller. Genom att sätta individen i centrum, i stället för modellen, ökar möjligheten att hitta mervärden på olika ställen och med hjälp av olika metodik.

### Portföljen

Fjärde AP-fondens portfölj bestod vid 2014 års slut av 59,0 procent aktier (40,5 procent utländska och 18,5 procent svenska), 33,0 procent räntebärande tillgångar, 5,5 procent fastigheter och 2,7 procent alternativa tillgångar (tabell 4.12). Jämfört med föregående årsskifte har andelen räntebärande tillgångar ökat något, medan andelen aktier och fastigheter minskat marginellt.

**Tabell 4.12 Fjärde AP-fondens portfölj (mdkr respektive procent)**

	2014		2013 <sup>2</sup>	
	mdkr	%	mdkr	%
Aktier, totalt	176,2	59,0	153,6	59,5
Globala aktier	121,2	40,5	103,5	40,1
<i>varav strategiskt förvaltad</i>	<i>22,9</i>	<i>7,8</i>	<i>15,1</i>	<i>5,8</i>
<i>varav taktisk förvaltad</i>	<i>98,3</i>	<i>32,8</i>	<i>88,4</i>	<i>34,3</i>
Svenska aktier	55,0	18,5	50,0	19,3
<i>varav strategiskt förvaltad</i>	<i>22,7</i>	<i>7,7</i>	<i>19,3</i>	<i>7,4</i>
<i>varav taktisk förvaltad</i>	<i>32,3</i>	<i>10,8</i>	<i>30,7</i>	<i>11,9</i>
Räntebärande tillgångar	100,2	33,0	83,0	32,0
<i>varav taktisk förvaltad</i>	<i>100,2</i>	<i>33,0</i>	<i>83,0</i>	<i>32,0</i>
Fastigheter	16,3	5,5	14,9	5,7
<i>varav strategiskt förvaltad</i>	<i>16,3</i>	<i>5,5</i>	<i>14,9</i>	<i>5,7</i>
Alternativa tillgångar	7,9	2,7	7,0	2,7
<i>varav strategiskt förvaltad</i>	<i>7,9</i>	<i>2,7</i>	<i>7,0</i>	<i>2,7</i>
Övrigt <sup>1</sup>	-5,6	-0,2	1,5	0,1
<b>Summa placeringstillgångar</b>	<b>295,0</b>	<b>100,0</b>	<b>259,9</b>	<b>100,0</b>

Not: Underliggande värden för derivat i den passiva allokeringen har fördelats på respektive tillgångsslag.

<sup>1</sup> Består av kassa samt strategisk och taktisk tillgångsallokering.

<sup>2</sup> Jämförelsetal för 2013 avviker från årsredovisningen 2013 på grund av att indelningen ovan avser tillgångsslag jämfört med i årsredovisningen 2013 där indelningen avsåg förvaltningsenheter.

Av de totala tillgångarna förvaltades 24 procent med en strategisk placeringshorisont på 3–15 år och 76 procent med en taktisk placeringshorisont på upp till tre år. Vid utgången av 2014 förvaltades 69 procent av Fjärde AP-fondens kapital internt, vilket var en minskning med 3 procentenheter jämfört med föregående årsskifte.

#### Avkastning

Under 2014 avkastade Fjärde AP-fondens portfölj 15,8 procent före kostnader och 15,7 procent efter kostnader. I tabell 4.13 redovisas avkastningen (före kostnader) per tillgångskategori under 2014 och 2013 samt respektive tillgångskategori bidrag till fondens totala avkastning 2014.

**Tabell 4.13 Fjärde AP-fondens redovisade avkastning (procent respektive procentenheter per år)**

	2014	2013	Bidrag till totalavkastning 2014
Aktier, totalt	11,9	28,0	7,0
Globala aktier	10,0	27,5	4,0
<i>varav strategiskt förvaltad</i>	<i>5,0</i>	<i>33,8</i>	<i>0,4</i>
<i>varav taktisk förvaltad</i>	<i>10,9</i>	<i>27,8</i>	<i>3,6</i>
Svenska aktier	15,7	29,0	3,0
<i>varav strategiskt förvaltad</i>	<i>18,1</i>	<i>43,0</i>	<i>1,3</i>
<i>varav taktisk förvaltad</i>	<i>14,1</i>	<i>26,4</i>	<i>1,7</i>
Räntebärande tillgångar	7,8	-0,2	2,6
<i>varav taktisk förvaltad</i>	<i>7,8</i>	<i>-0,2</i>	<i>2,6</i>
Fastigheter	16,0	27,2	0,9
<i>varav strategiskt förvaltad</i>	<i>16,0</i>	<i>27,2</i>	<i>0,9</i>
Alternativa tillgångar	18,8	16,1	0,5
<i>varav strategiskt förvaltad</i>	<i>18,8</i>	<i>16,1</i>	<i>0,5</i>
Valuta	4,9	-1,0	4,9
Övrigt	-0,2	0,1	-0,1
<b>Summa placeringstillgångar</b>	<b>15,8</b>	<b>16,5</b>	<b>15,8</b>

Under 2014 hade alternativa tillgångar högst avkastning (18,8 procent) följt av fastigheter (16,0 procent), svenska aktier (15,7 procent) och globala aktier (10,0 procent). Då aktier utgör det största tillgångsslaget var dess bidrag till totalavkastningen också störst (globala aktier 4,0 procentenheter och svenska aktier 3,0 procentenheter). Räntebärande tillgångar hade en avkastning på 7,8 procent och bidrog med 2,6 procentenheter till totalavkastningen. På grund av kraftiga valutavrörelser var den öppna valutaexponeringen mycket betydelsefull för totalavkastningen och bidrog med 4,9 procentenheter.

Under 2014 bidrog samtliga delportföljer positivt till totalavkastningen på 15,8 procent. Normalportföljen stod för huvuddelen av bidraget med 14,5 procentenheter. Normalportföljen bedöms på lång sikt svara för mellan 80 och 90 procent av totalavkastningen. Strategisk förvaltning bidrog med 0,7 procentenheter till totalavkastningen. Sedan starten 2013 har den Strategiska förvaltningen gett ett positivt aktivt avkastnings-

bidrag på mer än 0,9 procentenheter i årstakt. Detta överträffar målet om mer än 0,6 procentenheter i genomsnitt för tvåårsperioden 2013–2014. Utvärderingen sker dock rullande över en period på fem år, varför tolkningen av utfall för enskilda år bör göras med försiktighet eftersom positionerna är tagna på medellång sikt. Taktisk förvaltning bidrog med 0,6 procentenheter till totalavkastningen. Målet för den Taktiska förvaltningen är att generera 0,5 procentenheter per år utöver normalportföljen under en rullande treårsperiod. Det var det tolfte halvåret i följd, sedan den nya förvaltningsorganisationens tillkomst, som Fjärde AP-fondens Taktiska förvaltning levererade ett positivt aktivt resultatbidrag.

I McKinseys utvärdering (bilaga 9) framgår att fondens årliga avkastning efter kostnader uppgick till 10,5 procent den senaste femårsperioden (2010–2014), till 7,7 procent under tioårsperioden (2005–2014) och till 6,0 procent under perioden 2001–2014. Detta innebär att Fjärde AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsantagande under samtliga nämnda perioder. Fondens avkastning efter kostnader har varit högre än inkomstindex samtliga nämnda perioder.

## 4.5 Sjätte AP-fondens redovisade resultat

### *Uppdrag*

Sjätte AP-fondens uppdrag är att investera fondmedlen på riskkapitalmarknaden i Sverige och i övriga Norden. Utöver placeringsinriktningen skiljer sig Sjätte AP-fonden från de övriga buffertfonderna genom att den är stängd, dvs. inga medel förs till eller från pensionssystemet. Fonden har sitt ursprung i den Sjätte fondstyrelsen, vilken inrättades 1996. Sjätte AP-fondens verksamhet styrs i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. I lagen slås det fast att Sjätte AP-fonden ska investera i noterade bolag och skapa en långsiktigt hög avkastning till en balanserad risk.

### *Fondkapital och resultat*

Sjätte AP-fondens resultat uppgick till 1,4 miljarder kronor 2014 (1,9 miljarder kronor året innan). Detta motsvarar en nominell avkastning på 6,5 procent (9,2 procent året innan). Sedan fonden bildades 1996 har fondkapitalet ökat med 13,2 miljarder kronor, från 10,4 till 23,6 miljarder kronor.

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

	2014	2013
Ingående fondkapital	22 109	20 249
Årets resultat	1 441	1 860
<b>Utgående fondkapital</b>	<b>23 550</b>	<b>22 109</b>

Not. Överföringar innehåller nettobetalningar till pensionssystemet.

Sjätte AP-fondens mål är att skapa långsiktigt hög avkastning och hålla en tillfredställande 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. För 2014 var avkastningsmålet 19,5 procent, medan den totala avkastningen efter kostnader uppgick till 6,5 procent. För femårsperioden 2010–2014 var avkastningsmålet 14,7 procent och för tioårsperioden 2005–2014 13,6 procent per år. Avkastningen under dessa perioder uppgick till 5,3 respektive 5,4 procent, vilket innebär att fonden inte har nått upp till styrelsens avkastningsmål under någon av tidsperioderna. Nuvarande avkastningsmål infördes 2012 och är anpassat för investeringsstrategin som infördes 2011 (se nedan). Detta gör att avkastningsmålet är mindre relevant för perioden före 2012.

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

	2014	2013	2010-2014	2005-2014
Total avkastning efter kostnader	6,5	9,2	5,3	5,4
<i>Avkastningsmål fr.o.m. 2012</i>	<i>19,5</i>	<i>30,0</i>	<i>14,7</i>	<i>13,6</i>
<b>Differens</b>	<b>-13,0</b>	<b>-20,8</b>	<b>-9,4</b>	<b>-8,2</b>

Strategin för att nå avkastningsmålet från 2012 fastställdes av den delvis nya styrelsen 2011. Strategin anses nu vara helt implementerad. I strategin fokuseras investeringarna mot buyout-segmentet (mogna bolag) där investeringshistorik gör det rimligt att över tid förvänta sig god avkastning. Investeringar i venture-segmentet (tidig fas) görs endast indirekt via fonder och i mer restriktiv omfattning än tidigare.

#### *Investeringsverksamheten*

Investeringsorganisationen hos Sjätte AP-fonden är uppdelad i företagsinvesteringar (även kallat direktinvesteringar) och fondinvesteringar (även kallat indirekta investeringar). Benämningarna direkt och indirekt avser själva ägandet. Företagsinvesteringar (som motsvarar 63 procent av investeringsverksamheten) innebär att Sjätte AP-fonden får ett direkt ägande i företaget. Investeringar via fonder (som motsvarar 37 procent av investeringsverksamheten) ger ett ägande i de företag som respektive fond valt att investera i. Företagsinvesteringar sker främst genom saminvesteringar med andra finansiella och industriella partners. Fondinvesteringar avser förvärv av andelar i fonder som investerar i mogna bolag (buyout capital) och expansionsbolag (venture capital) i Sverige eller övriga Norden. Investeringar görs huvudsakligen i primära fonder, men Sjätte AP-fonden är även aktiv på marknaden där andelar i existerande fonder överlåts. I tabellen nedan redovisas investeringarna uppdelade i de två segment: mogna bolag och expansionsbolag.



**Tabell 4.16 Sjätte AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)**

Skr. 2014/15:130

	Avkastning 2005–2014	Avkastningsmål 2005–2014
Mogna bolag	13,0	
Expansionsbolag	-9,9	
<b>Avkastning sysselsatt kapital</b>	<b>6,0</b>	
<b>Totalt likviditetsförvaltningen</b>	<b>-</b>	
<b>Total avkastning efter kostnader</b>	<b>5,4</b>	<b>13,6</b>

Not. Avkastning per segment redovisas före kostnader.

Under perioden 2005–2014 har investeringar i mogna bolag gett en avkastning på 13,0 procent, medan investeringar i expansionsbolag gett en avkastning på -9,9 procent. Under 2013 och 2014 visade både investeringar i mogna bolag och expansionsbolag positiva resultat (971 respektive 196 miljoner kronor under 2014). Under perioden 2005–2014 uppgick den totala avkastningen efter kostnader uppgick till 5,4 procent, vilket kan jämföras med avkastningsmålet på 13,6 procent.

**Tabell 4.17 Sjätte AP-fondens avkastning och exponering (procent per år respektive mnkr)**

	Avkastning före kostnader %	Marknadsvärderat kapital	
	2010–2014	Mnkr	%
Företagsinvesteringar	0,8	10 810	46
Fondinvesteringar	12,8	6 284	27
Likviditetsförvaltning	-	6 424	27
Gemensamt kapital	-	32	0
<b>Totalt</b>	<b>5,3</b>	<b>23 550</b>	<b>100</b>

I tabell 4.17 redovisas Sjätte AP-fondens resultat och fondkapital per affärsområde. Under perioden 2010–2014 uppgick avkastningen inom fondinvesteringar till 12,8 procent, medan avkastningen för företagsinvesteringar uppgick till 0,8 procent. Det finns såväl mogna bolag som expansionsbolag inom både företagsinvesteringar och fondinvesteringar.

Affärsområdet företagsinvesteringar visade ett resultat på 372 miljoner kronor före interna kostnader under 2014 (418 miljoner kronor året innan). Vid årets slut uppgick företagsinvesteringarnas marknadsvärde till 10,8 miljarder kronor (9,0 miljarder kronor året innan). Under året genomfördes ett flertal försäljningar och förvärv. De båda företagen Holmbergs Childsafety (ledande leverantör av säkerhetsdetaljer till bilbarnstolar) och Unfors RaySafe (leverantör av utrustning för realtidsmätning av strålning) såldes för sammanlagt 346 miljoner kronor. Vid föregående årsskifte värderades bolagen till försäljningspris, varför resultateffekten av försäljningen blev marginell för året. I linje med strategin genomfördes också flera förvärv under året. I januari 2014 slutfördes investeringen i det finska bolaget Salcomp. Bolaget är en global världsledande tillverkare av laddare för mobiltelefoner, surfplattor och andra mobila enheter. Investeringen innebär att Sjätte AP-fonden ingick i

ett ägarsamarbete med Nordstjernan som förblir majoritetsägare. En investering har också genomförts i Tobii Technology, ett svenskt bolag som arbetar med att utveckla och sälja produkter för ögonstyrning och blickmätning ("eye tracking").

Affärsområdet fondinvesteringar uppvisade ett resultat på 796 miljoner kronor före kostnader under 2014 (763 miljoner kronor året innan). Vid årets slut uppgick fondinvesteringarnas marknadsvärde till 6,3 miljarder kronor (5,9 miljarder kronor året innan). Investeringarna görs främst i fonder med erfarna managementteam, vilka investerar i företag inom marknadssegmenten venture and buyout. Investeringarna görs främst i primärmarknaden, men även i secondary-marknaden genom utfästelser till secondary-fonder och genom förvärv av secondary-andelar. Samtliga investeringar inom den sistnämnda portföljen är gjorda inom segmentet buyout.

#### *Likviditetsreserven*

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 låg risk och god riskspridning. Investeringarna görs främst i räntebärande tillgångar med låg risk, men även i noterade småbolagsfonder. Målsättningen för förvaltningen av räntebärande värdepapper är att uppnå en avkastning i linje med OMRX T-Bill.

Vid 2014 års slut uppgick marknadsvärdet inom likviditetsförvaltningen till 6,4 miljarder kronor (7,1 miljarder kronor året innan). Noterade småbolagsfonder utgjorde 1,6 miljarder kronor av marknadsvärdet (2,1 miljarder 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 idag än vad som kan anses nödvändig för att parera den totala portföljens in- och utflöden och för att optimera den kortsiktiga avkastningen. Över tid förväntas dock likviditetsreserven att minska, eftersom aktiviteten inom investeringsverksamheten förväntas vara fortsatt hög de kommande åren.

#### *Sjätte AP-fondens utvärdering*

Enligt lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden är Sjätte AP-fonden ålagd att utvärdera styrelsens förvaltning av fondmedlen, med utgångspunkt i de mål som fonden har fastställt för sin placeringsverksamhet. Årets utvärdering avser resultatet för 2014 samt analys och uppföljning av fondens mål över femårsperioden 2010–2014, tioårsperioden 2005–2014 och för perioden sedan fondens start 1996–2014. 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 risk-

kapitalmarknaden. Utvärderingen sammanställs i en separat rapport Styrelsens utvärdering av Sjätte AP-fondens verksamhet 2014.

Under 2012 implementerade Sjätte AP-fonden ett nytt avkastningsmål. Utgångspunkten var att på bästa sätt reflektera strategisk inriktning samt spegla det som utgör branschpraxis. Syftet var att finna ett index som framställer specifika jämförelsedata för onoterade bolag. Valet blev Handelsbankens Nordix All-Share Portfolio index Total Return. Under 2013 upphörde dock indexet att publiceras externt. Nytt index blev i stället SIX Nordic 200 Cap GI, vilket beräknas exakt på samma sätt som det tidigare. Sjätte AP-fondens mål utgörs av detta index med påslag för en riskpremie för onoterade bolag om 2,5 procent.

Under 2014 uppgick den totala avkastningen till 6,5 procent, vilket var lägre än avkastningsmålet på 19,5 procent (avkastningsmålet utgörs av jämförelseindex som steg med 17,0 procent plus påslaget på 2,5 procent). Jämförelseindex har påverkats av en stark utveckling i samtliga nordiska länder utom Norge. Analys av enskilda sektorer visar att fastigheter och sjukvård utvecklats bäst, med en uppgång på 33 procent. Sämst utvecklades energisektorn som gick ner med 23 procent, ett resultat av kraftigt fallande oljepriser. Omställningen av portföljen har skapat en temporär överlikviditet som påverkat den totala avkastningen negativt till följd av det låga ränteläget.

För femårsperioden 2010–2014 var fondens nominella avkastning 5,3 procent per år, medan det nominella avkastningsmålet för perioden var 14,7 procent per år. Investeringar i buyout-segmentet genererade under denna period en avkastning på 11,0 procent. Fondinvesteringar har i detta segment utvecklats starkare än direktinvesteringar (15,1 respektive 8,7 procent).

För tioårsperioden 2005–2014 uppnåddes en genomsnittlig årlig nominell avkastning på 5,4 procent, vilket är lägre än det nominella avkastningsmålet för perioden på 13,6 procent per år. Över denna period har investeringar i buyout-bolag genererat en avkastning på 13,0 procent per år. Fondinvesteringar har i detta segment utvecklats starkare än direktinvesteringar (19,7 respektive 9,7 procent).

Sedan starten 1996 har Sjätte AP-fonden som helhet genererat en genomsnittlig årlig nominell avkastning på 4,6 procent, vilket understiger fondens nominella avkastningsmål för perioden på 12,3 procent per år. Avvikelsen förklaras delvis av att Sjätte AP-fonden startade utan några investeringar i portföljen. Investeringarna i buyout-bolag har genererat en avkastning på 15,1 procent i genomsnitt per år, vilket klart överstiger avkastningsmålet. Direktinvesteringar i detta segment har utvecklats starkare än fondinvesteringar (15,2 respektive 14,9 procent).

#### *Utvärdering av avkastningsmål*

Sjätte AP-fonden har tidigare konstaterat att ett noterat mål inte är rättvisande för verksamheten, framför allt eftersom det får en begränsad relevans under kortare perioder. Anledningen är att Sjätte AP-fonden investerar i onoterade tillgångar som av naturliga skäl inte speglar den volatilitet och riskprofil som finns i en noterad aktieportfölj och därmed inte i ett enskilt noterat index. Sjätte AP-fondens mål är i stället att befintliga investeringar tillsammans med de som nu successivt genom-

förs ska ske med en hög stabil avkastning över tid. Av denna anledning bör en utvärdering mot befintliga mål i stället göras på lång sikt och över flera konjunkturcykler. Målet ska också användas för att utvärdera befintlig strategi som inriktas mot buyout och bör därför inte jämföras med investeringsverksamhetens historiska avkastning för övriga segment. Det pågår ett arbete med att utveckla ett onoterat index hos ett antal leverantörer som Sjätte AP-fonden varit i kontakt med. Sjätte AP-fonden kommer att följa detta arbete. En förnyad analys och diskussion kring ett eventuellt byte av mål kan bli aktuellt när det finns ett alternativ som bättre speglar Sjätte AP-fondens tillgångsslag.

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

Detta avsnitt tar upp 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*

Under 2014 uppgick de interna kostnaderna för buffertkapitalets förvaltning till 843 miljoner kronor (tabell 4.17). Jämfört med föregående år motsvarar detta en ökning med 46 miljoner kronor (5,8 procent). Under 2014 har de interna kostnaderna ökat mest för Första och Andra AP-fonderna, medan kostnaden är oförändrad för den Sjätte AP-fonden. Andra och Fjärde AP-fonderna hade högst interna kostnader (båda 195 miljoner kronor), medan Första och Tredje AP-fonderna hade lägst interna förvaltningskostnader (177 respektive 178 miljoner kronor).

De interna förvaltningskostnaderna reducerar utestående pensionsbehållningar men inte utgående inkomstpensioner. De interna förvaltningskostnaderna redovisas som rörelsens kostnader i respektive buffertfonds resultaträkning.

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

Skr. 2014/15:130

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Första AP-fonden	177	161	177	155	163	191	180
Andra AP-fonden	195	178	169	159	160	150	159
Tredje AP-fonden	178	173	183	155	154	147	137
Fjärde AP-fonden	195	187	179	179	176	174	157
Sjätte AP-fonden	98	98	116	120	145	130	127
Avvecklingsfonderna		-	-	-	-	-	1
<b>Summa</b>	<b>843</b>	<b>797</b>	<b>824</b>	<b>766</b>	<b>798</b>	<b>792</b>	<b>761</b>

Källor: Respektive AP-fonds årsredovisning för 2014.

*Interna och externa kostnader för 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). Dessa kostnader för extern förvaltning tas upp i respektive buffertfonds resultaträkning som en negativ post i rörelsens intäkter.

De sammanlagda kostnaderna för intern och extern förvaltning uppgick till 1 693 miljoner kronor under 2014 (tabell 4.18). Jämfört med 2013 motsvarar detta en ökning med 193 miljoner (13 procent). Första AP-fonden står för den största kostnadsökningen (30 procent), vilken till stor del förklaras av större externa förvaltningsarvoden för onoterade tillgångar. Under 2014 hade Andra AP-fonden högst kostnader, medan Fjärde AP-fonden har lägst kostnader av Första-Fjärde AP-fonderna. Det är framför allt de externa förvaltningskostnaderna som skiljer sig åt. Sjätte AP-fonden har i stort oförändrade förvaltningskostnader jämfört med föregående år.

Under 2014 uppgick de totala kostnaderna till 0,15 procent som andel av det sammanlagda buffertkapitalet (medelvärdet mellan in- och utgående fondkapital). Detta är 0,01 procentenheter högre än för 2013.

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

	2014			2013		
	Interna	Externa	Totalt	Interna	Externa	Totalt
Första AP-fonden	177	279	456	161	189	350
Andra AP-fonden	195	286	481	178	245	423
Tredje AP-fonden	178	162	340	173	155	328
Fjärde AP-fonden	195	101	296	187	90	277
Sjätte AP-fonden	98	22	120	98	24	122
<b>Summa</b>	<b>843</b>	<b>850</b>	<b>1 693</b>	<b>797</b>	<b>703</b>	<b>1500</b>
Andel av fondkapital			0,15%			0,14%

Not. Externa förvaltningskostnader utgörs av depåkostnader och fasta provisionskostnader. Andel av fondkapital beräknas som totala kostnader dividerat med (aritmetiskt) medelvärde av ingående och utgående fondkapital.

Källor: Respektive AP-fonds årsredovisning 2014.

Under 2014 har Första AP-fondens förvaltningskostnadsandel stigit till 0,17 procent (från 0,14 procent), medan de övriga AP-fonderna uppvisar lägre eller samma förvaltningskostnadsandel som året innan (tabell 4.19).

**Tabell 4.19 Buffertfondernas förvaltningskostnadsandel (procent)**

	Kostnadsandel 2014 (procent)	Kostnadsandel 2013 (procent)
Första AP-fonden	0,17	0,14
Andra AP-fonden	0,17	0,17
Tredje AP-fonden	0,12	0,13
Fjärde AP-fonden	0,11	0,11
Sjätte AP-fonden	0,53	0,57

Källor: Resp. AP-fonds årsredovisning 2014 samt egna beräkningar för Sjätte AP-fonden.

Posten kostnaderna för extern förvaltning är dock inte heltäckande. Sedan 2004 görs en uppdelning av provisionskostnader i fasta avgifter respektive resultatberoende avgifter, varav endast de fasta avgifterna i sin tur redovisas som en provisionskostnad och ingår i de externa förvaltningskostnaderna.

Resultatberoende provisionsavgifter utbetalas under förutsättning att den externa förvaltningen överträffat uppställda mål. Avgifterna reducerar nettoresultatet för respektive tillgångskategori. Under 2014 ökade de resultatberoende förvaltningsarvodena till sammanlagt 909 miljoner kronor i buffertfonderna (871 miljoner kronor året innan), se tabell 4.20. De resultatberoende arvoden kan delas in i avgifter för noterade respektive onoterade tillgångar. En del av arvoden för onoterade tillgångar avser avtal som medger återbetalning av erlagda förvaltararvoden före vinstdelning vid avyttring. Dessa arvoden ingår som del av tillgångens anskaffningsvärde och redovisas därför inte i resultaträkningen.

**Tabell 4.20 Resultatberoende förvaltningsarvode för noterade och onoterade tillgångar (mnkr)**

	2014			2013		
	Externa förv. arvode för noterade tillgångar	Externa förv. arvode för onoterade tillgångar	Summa externa förv. arvode	Externa förv. arvode för noterade tillgångar	Externa förv. arvode för onoterade tillgångar	Summa externa förv. arvode
Första AP-fonden	34	84	118	46	87	133
Andra AP-fonden	88	172	260	74	157	231
Tredje AP-fonden	91	171	262	124	119	243
Fjärde AP-fonden	64	48	112	69	56	125
Sjätte AP-fonden	0	157	157	2	137	139
<b>Summa</b>	<b>277</b>	<b>632</b>	<b>909</b>	<b>315</b>	<b>556</b>	<b>871</b>

Källor: Resp. AP-fonds årsredovisning 2014.

Personalkostnaderna utgör huvuddelen av de interna förvaltningskostnaderna för AP-fonderna. Vid 2014 års slut var antalet anställda vid Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna totalt 260, vilket kan jämföras med 252 vid föregående årsskifte. Vid Första–Fjärde AP-fonderna var antalet anställda mellan 51 och 63 och vid Sjätte AP-fonden 35. Den totala andelen kvinnor var 37 procent, vilket kan jämföras med 35 procent året innan. Sjätte AP-fonden har störst andel kvinnor, 46 procent.

Som framgår av tabell 4.21 hade Andra–Fjärde AP-fonderna rörliga ersättningsprogram för sina anställda. Styrelsen, verkställande direktören och övriga i ledningsgruppen omfattades inte av programmen. Första och Sjätte AP-fonderna hade inte några ersättningsprogram.

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

	Anställda (antal)	Andelen kvinnor (procent)	Rörlig ersättning (mkr)
Första AP-fonden	51	31	Nej
Andra AP-fonden	63	38	5,3
Tredje AP-fonden	57	35	4,4
Fjärde AP-fonden	54	35	4,8
Sjätte AP-fonden	35	46	Nej
<b>Totalt</b>	<b>260</b>	<b>37</b>	

Not. Uppgifter per 31 dec 2014. 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 2014.

## 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-fondens verksamhet styrs av lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

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 Premievalsfonden (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 2014 förvaltade Sjunde AP-fonden sammanlagt 253 miljarder kronor, motsvarande 33 procent av kapitalet i premiepensionssystemet. Av detta fanns 236 miljarder kronor (31 procent) i AP7 Aktiefond och 17 miljarder kronor (2 procent) i AP7 Räntefond.

#### *AP7 Såfa*

För de sparare som avstått från att välja fond inom premiepensionssystemet placeras medlen i AP7 Såfa (Statens årskullsförvaltningsalternativ). I denna fond är risknivån relativt hög för yngre pensionssparare men avtar ju äldre spararen blir. För sparare upp till 55 år består Såfa av enbart aktiefonden. Därefter minskar andelen aktiefond med ca tre procentenheter per år för att ersättas av räntefonden. Från det att spararen är 75 år består Såfa till en tredjedel av aktiefonden och till två tredjedelar räntefonden.

Vid utgången av 2014 hade 3,2 miljoner premiepensionssparare förvalsalternativet Såfa, vilket motsvarande ca 48 procent av spararna. Målet för Såfa, som fastställts av fondens styrelse, är att uppnå en avkastning som är minst lika bra som genomsnittet av de privata fonderna i premiepensionssystemet. Det framgår inte för vilken tidsperiod målet ska utvärderas. I årsredovisningen redovisas resultatet för förvalsalternativet från starten hösten 2000 fram till 2014 års slut. Under tidsperioden uppgick avkastningen för förvalsalternativet till 102,6 procent, jämfört med 40,8 procent för de privata pensionsfonderna. Före maj 2010 då Såfa startade följde avkastningen för förvalsalternativet (Premiesparfonden) i stort den genomsnittliga avkastningen 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. Detta har resulterat en betydligt högre avkastning, eftersom aktiebörserna har stigit betydligt sedan Såfa introducerades.

Jämförelser med andra fonder i premiepensionssystemet baseras på avkastningen mätt enligt NAV-kursmodellen (dvs. på grundval av fondkurser som beräknats kl. 16 svensk tid varje dag som handel sker (på engelska net asset value). Denna metod innebär att avkastning mäts efter avdrag av den förvaltningsavgift som betalas till förvaltningsbolaget, i detta fall Sjunde AP-fonden. Vid utvärdering av den operativa förvaltningen i förhållande till jämförelseindex beräknas däremot en avkastning enligt stängningskursmodellen (fondernas innehav av värdepapper värderas vid tidpunkten för stängning av respektive marknad, före avdrag av förvaltningsavgift). Genom denna modell erhålls konsistenta jämförelser med valt jämförelseindex.

Avkastningen i Såfa är en sammanvägning av resultatet för de ingående byggstensfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond enligt den faktiska fördelningen mellan fonderna i Såfa totalt. Under 2014 uppgick avkastning i Såfa till 29,3 procent (32,0 procent året innan) mätt enligt NAV-kursmodellen (tabell 4.22). För de privata fonderna på Pensionsmyndighetens fondtorg uppgick avkastningen i genomsnitt till 15,1 procent (15,7 procent året innan).



Från starten hösten 2000 till utgången av 2014 var den genomsnittliga avkastningen för förvalsalternativet 5,9 procent per år. Den genomsnittliga avkastningen i fonderna på Pensionsmyndighetens fondtorg var 3,7 procent per år.

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

	2014	2013	2012	2011	2010	2001–2014
Förvalsalternativet, Såfa	29,3	32,0	17,4	-10,5	14,8	5,9
Privata fonder	15,1	15,7	10,5	-10,4	10,3	3,7
<b>Differens</b>	<b>14,2</b>	<b>14,3</b>	<b>6,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,5</b>	<b>2,2</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 2000–2014 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).

### *AP7 Aktiefond*

Vid utgången av 2014 uppgick det förvaltade kapitalet i AP7 Aktiefond till 235,7 miljarder kronor (173,5 miljarder kronor året innan). Avkastningen enligt NAV-kursmodellen uppgick under året till 31,1 procent (34,0 procent året innan).

För AP7 Aktiefond har Sjunde AP-fondens styrelse fastställt målet att fonden, vid den valda risknivån, ska uppnå en långsiktigt hög avkastning som överträffar avkastningen för AP7 Aktiefonds jämförelseindex (1,5 MSCI World). På den grunden har styrelsen beslutat om AP7 Aktiefonds strategiska inriktning. Strategin är att (i) investera fondkapitalet globalt i aktier och aktierelaterade finansiella instrument med branschmässig spridning (basportföljen), (ii) använda hävstång för att öka risken och den förväntade avkastningen (iii) 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. Riktmärket för hävstången är att den normalt ska motsvara 50 procent av fondkapitalet. Vid utgången av 2014 motsvarade hävstången 49,2 procent av fondkapitalet (115,7 miljarder kronor).

AP7 Aktiefonds jämförelseindex baseras på ett globalt aktieindex, MSCI ALL Country World Index. Med hänsyn till hävstångens normalnivå är normalavkastningen lika med jämförelseindexets avkastning multiplicerat med faktorn 1,0 uttryckt i SEK för basportföljen, där indexet är anpassat till AP7:s etik- och miljöpolicy, plus jämförelseindexets avkastning multiplicerat med 0,5 uttryckt i USD (hävstången) och minskad med finansieringskostnaden för hävstången. I finansieringskostnaden inräknas även transaktionskostnader. Jämförelseindex ingående komponenter rebalanseras dagligen.

**Tabell 4.23 Sjunde AP-fondens avkastning före kostnader (stängningskurser, procent per år)**

	2014	2013
AP7 Aktiefond	31,1	34,0
Jämförelseindex	30,8	35,3
<b>Differens</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,3</b>
AP7 Räntefond	2,8	1,8
Jämförelseindex	2,9	1,9
<b>Differens</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>

Under 2014 uppgick avkastningen i AP7 Aktiefond till 31,1 procent, vilket var 0,3 procentenheter högre än fondens jämförelseindex (mätningar enligt stängningskursmodellen). Sjunde AP-fonden förklarar den positiva utvecklingen av uppgången på den globala aktiemarknaden, vilken förstärktes av hävstången samt den svenska kronans försvagning. Överavkastningen i förhållande till jämförelseindex förklaras dels av den aktiva alfaförvaltningen som bidragit med 335 miljoner kronor, dels av att avkastningen för basportföljens globala aktier varit högre än jämförelseindex. Det sistnämnda beror främst på att fondens placeringar i riskkapital utvecklats bättre än jämförelseindex.

#### *AP7 Räntefond*

Vid utgången av 2014 uppgick det förvaltade kapitalet i AP7 Räntefond till 17,5 miljarder kronor (12,7 miljarder kronor året innan). Avkastningen vid utgången av året uppgick till 2,8 procent enligt NAV-kursmodellen, vilket var 0,1 procentenheter lägre än avkastningen i fondens jämförelseindex (tabell 4.20).

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 2014 placerats passivt mot fondens jämförelseindex. Detta innebär att placeringarna vid 2014 års slut i huvudsak utgjordes av svenska statsobligationer och svenska säkerställda obligationer. Den modifierade durationen i portföljen var 1,9 procent vid utgången av 2014 (1,8 procent året innan).

#### *Resultat för myndigheten*

Under 2014 uppgick Sjunde AP-fondens intäkter av rörelsen till 240,5 miljoner kronor (210,9 miljoner kronor året innan). Kostnaderna, inklusive räntenetto, uppgick till 163,8 miljoner kronor (147,5 miljoner kronor året innan). Resultatet för myndigheten Sjunde AP-fonden blev 76,8 miljoner kronor (63,3 miljoner kronor året innan).

Fondbolagets faktiska kostnader, inklusive courtage för Aktiefonden, som andel av kapital för Aktiefonden och Räntefonden uppgick till 0,08 procent (0,10 procent året innan).

Förvaltningsavgifterna för AP7 Aktiefond respektive AP7 Räntefond uppgick till 0,12 procent respektive 0,05 procent av förvaltad kapital (0,14 respektive 0,08 procent året innan). Detta kan jämföras med att den genomsnittliga förvaltningsavgiften var 0,31 procent (0,92 procent före rabatter) för de 850 fonder som ingick i premiepensionssystemet vid 2014 års slut.

I Sjunde AP-fonden förekommer ingen rörlig ersättning till anställda. Vid utgången av 2014 hade fonden 23 anställda, varav 11 kvinnor.

## 5 Utvärdering av AP-fondernas verksamhet

### 5.1 Buffertfonderna i inkomstpensionssystemet

**Regeringens bedömning:** 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 har Första–Fjärde AP-fonderna under 2014 haft en hög valutaexponering jämfört med tidigare år, vilket har inneburit att samtliga fonder har genererat positiva bidrag från valutaexponering, främst som ett resultat av en stigande dollarvärdering. Buffertfonderna har under perioden 2001–2014 genererat en avkastning på i genomsnitt på 5,3 procent per år. Det överstiger mer än väl ökningen i inkomstindex (3,1 procent), som styr uppräkningsen av skulden i inkomstpensionssystemet. Förvaltningen av buffertkapitalet har därmed bidragit positivt till den långsiktiga finansieringen av systemet.

**Regeringens bedömning i föregående års skrivelse:** Buffertfonderna gjorde ett samlat resultat på 128 miljarder kronor 2013 och fondkapitalet uppgick till 1 058 miljarder kronor i slutet av året. En hög andel aktier i kombination med en stark utveckling på underliggande aktiemarknader förklarar resultatet.

Buffertfondernas avkastning har uppvisat stora variationer över åren, men uppgår till i genomsnitt 4,7 procent per år för perioden 2001–2013. Resultatet överstiger väl ökningen i inkomstindex, det index som ligger till grund för uppräkningsen av skulden i inkomstpensionssystemet. Fonderna har därmed sedan starten 2001 bidragit positivt till den långsiktiga finansieringen av systemet.

Det kan konstateras att trots en mycket krävande utveckling på de finansiella marknaderna under 2000-talet, börjar nu buffertfonderna bidra

till förmögenhetsbildningen i inkomstpensionssystemet såsom avsågs när nuvarande AP-fondssystem infördes 2001.

AP-fonderna, liksom andra pensionsförvaltare, tenderar att vara överviktade mot tillgångar på hemmamarknaden jämfört med placeringar i utländska tillgångar. Fonderna bör tydligare redovisa grunderna för detta förhållande, de överväganden som görs i termer av förväntad avkastning och risk samt hur detta är till nytta för det svenska pensions-systemet.

**McKinsey:** Fram till 2007 balanserade inkomstpensionssystemet varje år (balanstalet översteg 1,0). Skulderna i systemet växte mer än avgiftstillgångarna fram till 2007, men buffertfondernas utveckling gjorde att systemet balanserade. År 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 givet fördröjningen på två år. Åren 2010 och 2011 balanserade systemet igen (balanstalet översteg 1,0) framförallt drivet av att avgiftstillgångarna växte till följd av ökad sysselsättning och att pensionsskulden skrevs ner.

Under 2012 balanserade inte systemet. Trots en stark utveckling av buffertfonderna räckte detta inte till för att kompensera för uppskrivningen av pensionsskulden. Under 2013 och 2014 balanserade systemet återigen (balanstalet översteg 1,0). Utveckling 2014 leder till att inkomstpensionen kommer att skrivas upp med 4,5 procent 2014. Förändringar i pensionsskulden och 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 då buffertkapitalets andel av tillgångarna har ökat från 10 procent 2001 till 14 procent 2014.

Sammantaget för hela perioden 2001–2014 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 147 miljarder kronor under 2014, vilket innebär att buffertkapitalet – efter överföring av 21,3 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet – uppgick till 1 185 miljarder kronor i slutet av 2014. Den ackumulerade avkastningen sedan 1 januari 2001 är 647 miljarder kronor, vilket motsvarar en genomsnittlig avkastning på 5,3 procent per år. Som jämförelse har inkomstindex under motsvarande period i genomsnitt stigit med 3,1 procent per år. Den långsiktiga avkastningen för buffertfonderna ligger därmed betydligt över det index som ligger till grund för uppräkningsindex av skulden i inkomstpensionssystemet. Buffertfonderna har följaktligen bidragit positivt till inkomstpensionssystemets långsiktiga finansiering.

**Tabell 5.1 Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas utveckling 2001–2014 (mdkr och procent)**

Skr. 2014/15:130

	2014	2013	2012	2011	2010	Ack. förändring och årlig avkastning 2001–2014
Totalt fondkapital (mdkr) <sup>1</sup>	1185	1058	958	873	895	<b>631</b>
Avkastning (mdkr)	147	128	101	-17	84	<b>647</b>
Avkastning (%) <sup>2</sup>	14,1	13,5	11,6	-1,9	10,2	<b>5,3</b>
Inkomstindex (%)	0,5	3,7	4,9	1,9	0,3	<b>3,1</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 2001–2014.

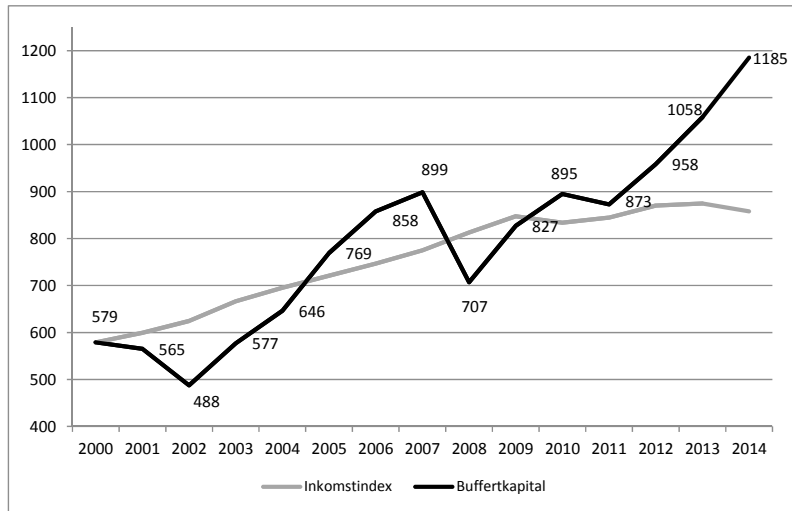
Källa: McKinsey, bilaga 9.

De senaste tre åren har buffertfonderna presterat speciellt starka resultat när det gäller avkastning. Första–Fjärde AP-fondernas strategiska allokeringar bedöms sammantaget ha bidragit till denna höga avkastning.

#### *Buffertfonderna bidrar till riskspridning*

Buffertfondernas avkastning har sedan start 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. För år 2014 överstiger avkastningen av buffertkapitalet om 14,1 procent den relativt marginella uppräknningen i inkomstindex om 0,5 procent

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



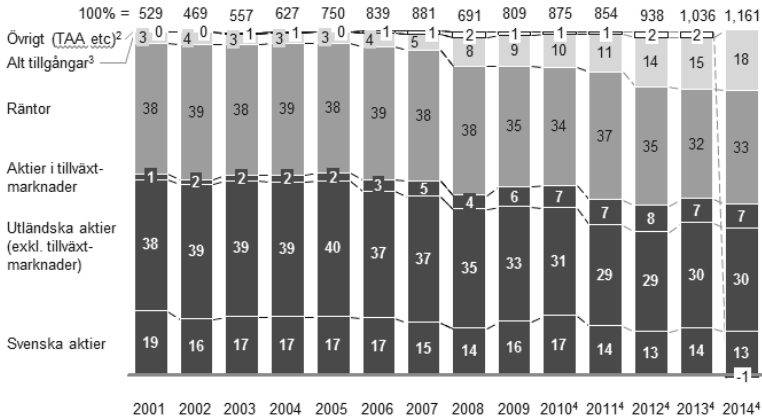
Not. Fondkapitalet vid utgången av respektive år.

Källa: Egna 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. Därefter har en stark generell utveckling i aktiemarknaden, och speciellt i den svenska aktiemarknaden, gett ett betydande positivt bidrag till avkastningen. Under 2014 har fortsatt fallande räntor bidragit till stark avkastning för obligationer. Buffertfonderna har fortsatt att sprida riskerna genom att de senaste åren allokera kapital till andra tillgångar än aktier och obligationer, s.k. alternativa tillgångar, och dessa uppgick till 18 procent av det sammanlagda kapitalet i Första–Fjärde AP-fonderna i slutet av 2014 jämfört med 5 procent så sent som 2007. Första–Fjärde AP-fonderna har minskat sina räntebärande tillgångar ned mot den i lag bestämda miniminivån 30 procent.

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

Skr. 2014/15:130



Källa: McKinsey och AP-fonderna.

*Buffertfonderna och den automatiska balanseringen i pensionssystemet*

Tabell 5.2 nedan visar en analys av buffertfondernas bidrag till inkomstpensionssystemets finansiering. Kolumn 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 ackumulerade 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 innebär 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)**

	Reslutat buffertfonder (utfall)	Simulerade resultat (inkomstindex)	Differens	Akkumulerad 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

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. 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. År 2013 och 2014 års utveckling i buffertkapitalet (avkastning om 128 respektive 147 miljarder kronor) bidrog till att balanseringen inte 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. Sammantaget är slutsatsen att buffertfonderna utgör en mindre del av tillgångarna i inkomstpensionssystemet (14 procent 2014), 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 5,3 procent per år, vilket är 2,2 procentenheter högre än inkomstindex för perioden. Det ackumulerade överskottet i fonderna överstiger uppräknningen enligt inkomstindex med 327 miljarder kronor.

Regeringen kan konstatera att trots en krävande utveckling på de finansiella marknaderna under 2000-talet, bidrar nu buffertfonderna till förmögenhetsbildningen i inkomstpensionssystemet såsom avsågs då nuvarande AP-fondssystem infördes 2001.



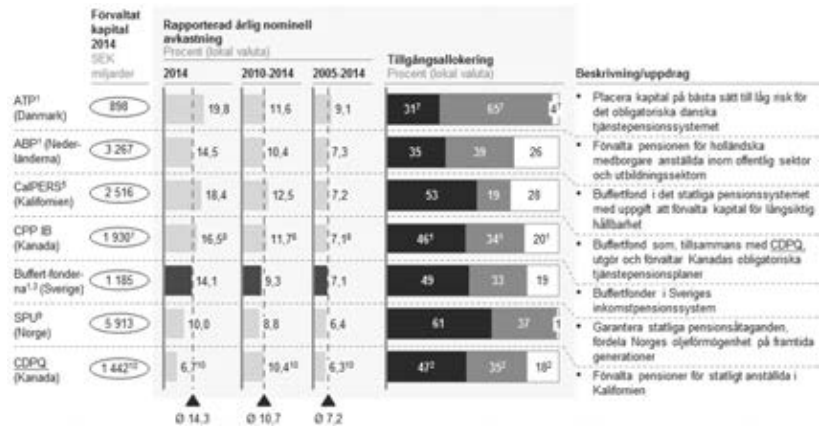
Regeringen konstaterar att inkomstpensionssystemets känsligheten när det gäller AP-fondernas avkastning för närvarande är något högre än tidigare. Detta är ett resultat av att buffertfondernas andel av tillgångs-sidan i inkomstpensionssystemet har ökat något de senaste åren delvis som ett resultat av stark tillväxt i buffertkapitalet. Det nuvarande lågränteläget innebär även att systemet är något mer känsligt än tidigare för en eventuell negativ utveckling i aktiemarknaden. AP-fondernas räntebärande tillgångar kan inte förväntas mer än i begränsad utsträckning agera buffert när det gäller avkastning i fall aktiemarknaden skulle utvecklas negativt. En alltmer diversifierad allokering av tillgångarna i Första–Fjärde AP-fonderna till en högre andel alternativa tillgångar, kan dock förväntas dämpa effekten av en eventuellt svagare utveckling i aktiemarknaden. Alternativa tillgångar förväntas inte vara direkt korrelerade till aktiemarknadsutvecklingen. Trots diversifieringen av tillgångarna så är fortsatt en betydande andel (ungefär 50 procent) av buffertkapitalet investerat i aktier. En lägre avkastning, påverkad av en svagare utveckling på aktiemarknaden, skulle därför kunna få genomslag för inkomstpensionssystemets beräkningar.

### *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. Det innebär en begränsad jämförbarhet mellan pensionsfonderna i urvalet i tabell 5.3. 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 buffertfondernas presterar.

I det fall en jämförelse ändå görs bör fokus vara på den långsiktiga avkastningen. Under perioden 2005–2014 avkastade buffertfonderna 7,1 procent. Det är jämförbart med den långsiktiga avkastningen i CalPERS (USA) och CPP IB (Kanada) se figur 5.3. Under samma period överträffades buffertfondernas resultat däremot av ATP i Danmark, som generade en avkastning om 9,1 procent. ATP har gynnats av att man haft en stor andel räntetillgångar i portföljen och därmed av trendmässigt fallande räntor. Fortsatt fallande räntor bidrog till den starka avkastningen för ATP 2014 om 19,8 procent. Statens pensionsfond utland (SPU) i Norge genererade under samma tidsperiod 6,4 procent i avkastning. SPU har en väsentligt avvikande allokering av tillgångarna jämfört med danska ATP, eftersom SPU har en stor andel av tillgångarna investerade i aktier. SPU får däremot inte investera i norska tillgångar utan hela aktieportföljen är placerad i utländska aktier.

**Figur 5.3 Buffertfondernas avkastning jämfört med valda utländska pensionsfonder**



Not 1 och 2: Per den 31 december 2014 respektive den 31 december 2013.

Not 3: Första-Fjärde AP-fonden och Sjätte AP-fonden.

Not 4: Mörkblått= aktier, grått=räntor, vitt=alternativa tillgångar (inkluderar bl.a. Private Equity, fastigheter, infrastruktur och derivat).

Källor: McKinsey (grunddata från årsredovisningar och Oanda).

### *Pensionsfonders tendens till övervikt mot hemmamarknader*

Regeringen noterar att pensionsfonder har en tendens till att vara överviktade i tillgångar på hemmamarknaden jämfört med placeringar i utländska tillgångar (s.k. home bias). Första-Fjärde AP-fonderna hade vid utgången av 2014 ca 13 procent av de totala tillgångar allokerade till svenska aktier. Det är jämförbart med de utländska pensionsbolagen som McKinsey jämför med i sin rapport, även om spridningen är betydande (mellan 5-25 procent av portföljen i respektive hemmamarknad). Storleken när det gäller andel av världsmarknadsindex för de respektive hemmamarknaderna skiljer sig dock åt, och avvikelsen i form av relativt home bias beror på respektive lands marknads storlek. Första-Fjärde AP-fondernas allokering om 13 procent är dock väsentligt mer än vad svensk aktieandel enligt ett världsindex motiverar.<sup>4</sup>

Regeringen ansåg i föregående års skrivelse (2013/14:130) att det ur ett svenskt perspektiv vore intressant att utvärdera hur AP-fondernas tendenser till övervikt på den svenska hemmamarknaden (home bias) relaterar till det uppdrag som fonderna har och vilken nytta detta medför för det svenska pensionssystemet. Därför ansåg regeringen att fonderna tydligare bör redovisa grunderna för detta förhållande, de överväganden som görs i termer av förväntad avkastning och risk samt hur detta är till nytta för det svenska pensionssystemet. I Första-Fjärde AP-fondernas årsredovisningar för 2014 samt i McKinseys utvärdering förs det fram resonemang kring de ovan nämnda frågeställningarna, d.v.s. grunden för respektive fonds övervikt mot den svenska aktiemarknaden. Flera av Första-Fjärde AP-fonderna konstaterar att svenska företag är generellt sett mycket välskötta och att det sannolikt är en anledning till en hög

<sup>4</sup> McKinsey, bilaga 9.

historisk avkastning. Ett argument för övervikt mot den svenska aktiemarknaden som lyfts fram är att svenska företag tar ett stort ansvar för hållbarhetsfrågor. Första AP-fonden konstaterar även att trots detta värderas det egna kapitalet i dessa företag inte annorlunda än företag i andra delar av världen, vilket fonden anser motiverar en fortsatt övervikt mot den svenska aktiemarknaden. Tredje AP-fonden konstaterar att hänsyn till hållbarhetsfrågor sannolikt kommer bli mer betydelsefullt vid investeringsbeslut framöver, när ökad hänsyn tas för denna typ av aspekter. Fjärde AP-fonden konstaterar även att övervikten mot svenska aktier även innebär ett lägre koldioxidavtryck i en internationell jämförelse, eftersom utsläppsintensiva sektorer utgör en relativt sett liten del av det svenska börsvärdet. Fjärde AP-fonden anser även att ägarstyrmingsmodellen och ägarstrukturen i Sverige är en central faktor för en förväntad högre avkastning från en svensk aktieportfölj i relation till en global aktieportfölj.

Andra AP-fonden har som en följd av sin strategi att i större utsträckning diversifiera sin portfölj, reducerat sin övervikt mot svenska aktier från 20 till 10 procent sedan 2010, medan framför allt exponering mot tillväxtmarknader men även alternativa tillgångar ökat. Andra AP-fonden anser dock att den kvarvarande övervikten är motiverad.

Regeringen ser positivt på att fonderna i större utsträckning än tidigare motiverat sin övervikt mot svenska aktiemarknaden och ser gärna att fonderna fortsätter att redovisa sina överväganden i frågan med samma tydlighet.

#### *Valutaeffekter 2014*

En annan 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. Första–Fjärde AP-fonderna hade under 2014 en sammanlagd högre valutaexponering jämfört med tidigare år, även om det inte var fallet för alla AP-fonder. Samtliga fonder har under 2014 generat positiva bidrag från valutaexponeringen i första hand drivet av exponeringen mot en stigande dollarvärdering. En jämförelse fonderna emellan försvåras av att fonderna redovisar valutaeffekter på olika sätt, men samtliga fonder rapporterar positivt bidrag från valutaexponering på omkring 8–15 miljarder kronor per fond under 2014, jämfört med ett negativt eller svagt positivt bidrag under 2013. Det innebär att valutaexponeringen har gett ett betydande tillskott till avkastningen under 2014. Uppskattningsvis stod valutaeffekter för mellan en fjärdedel och en tredjedel av bufferfondernas resultat på 147 miljarder kronor under 2014. Detta kan inte förväntas vara uthålligt över tid, vilket bör uppmärksammas vid en analys av resultatet för 2014.

## 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 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.

**Regeringens bedömning i föregående års skrivelse:** Efter en genomgående stark utveckling på aktiemarknaderna överstiger Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga avkastning fondernas interna mål över tioårsperioden 2004–2013. Fondernas övergripande tillgångsallokering med en hög andel aktier bidrog till de goda resultaten 2012 och 2013.

Det är positivt att Första–Fjärde AP-fonderna alltmer kommit att fokusera på de mer långsiktiga strategiska besluten. Fonderna bör dock tydligare redovisa de överväganden som ligger till grund för de strategiska allokeringsbeslut som tas. Av särskilt intresse är hur förhållanden och förändringar på finansmarknaderna påverkar synen på avkastning och risk i de strategiska besluten.

Även Första–Fjärde AP-fondernas fortsatta diversifiering av förvaltningsmodeller och investeringsstrategier är positiv och bedöms bidra till riskspridning och möjligheter till en mer robust avkastning över tid.

Första–Fjärde AP-fondernas genomsnittliga riskjusterade avkastning steg kraftigt den senaste femårsperioden (2009–2013). Skillnaderna mellan den riskjusterade avkastning i ett längre tidsperspektiv är små.

Eftersom Första–Fjärde AP-fonderna förvaltar allmänna pensionsmedel, är det angeläget att fondernas redovisning så långt möjligt är jämförbara i termer av avkastning och risk. Det är positivt att fonderna under året fortsatt utveckla gemensamma nyckeltal för detta.

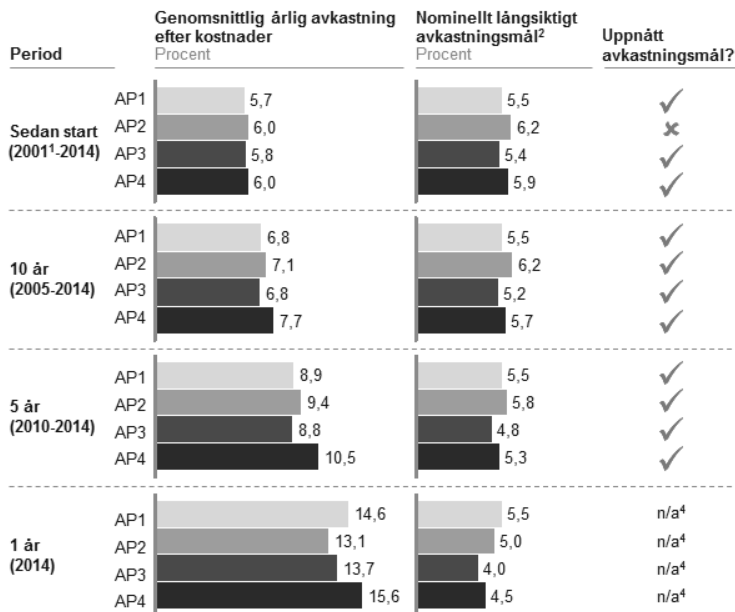
**McKinsey:** En utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas genomsnittliga årliga avkastning efter kostnader gentemot deras långsiktiga nominella avkastningsmål visar att samtliga fonder har uppnått sina långsiktiga avkastningsmål under den senaste femårsperioden och under den senaste tioårsperioden. 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.

**Skälen för regeringens bedömning:** Styrelserna för respektive Första–Fjärde AP-fonderna sätter det övergripande målet för verksamheten. Målen skiljer sig åt mellan fonderna, liksom tidshorisonerna för uppföljning. Första AP-fonden har haft som mål att nå en nominell avkastning på 5,5 procent per år. Det målet höjdes under 2014 och Första

AP-fonden har nu fastställt en målsättning i reala termer, (4 procent per år under en rullande tioårsperiod). De andra tre fonderna hade sedan tidigare reala avkastningsmål. Även Andra AP-fonden har reviderat sitt långsiktiga avkastningsantagande från 5,0 procent till 4,5 procent med hänvisning till det låga ränteläget. Därmed har alla fonderna fr.o.m. 2015 långsiktiga målsättningar på mellan 4,0 procent till 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 på de längre fem- och tioårsperioderna. 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 5.4 nedan i förekommande fall räknats om i nominella termer.

**Figur 5.4 Avkastning och mål Första–Fjärde AP-fonden (procent)**



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

<sup>1</sup> 1 juli 2001

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

<sup>4</sup> Ej applicerbart då avkastningsmålen följs upp på en period som överstiger ett år

Källa: McKinsey, bilaga 9.

Figuren ovan visar att spridningen i avkastning mellan Första–Fjärde AP-fonderna minskar med tidshorisonten. Under de längre tidsperioderna är spridningen mellan fonderna begränsad. På femårsperioden stiger den till 1,7 procentenheter för att under 2014 uppgå till 2,5 procentenheter (från

Andra AP-fondens 13,1 procent till Fjärde AP-fondens 15,6 procent). Detta innebar dock en minskning i spridning jämfört med 2013, då den uppgick till 5,2 procentenheter.

Det är i och för sig naturligt att spridningen i avkastning blir mindre ju längre tidsperiod som betraktas. I viss utsträckning beror dock de senaste årens ökade spridning i avkastning även på fondernas fortlöpande arbete med att utveckla sina förvaltningsmodeller och investeringsstrategier. Sedan 2008 har fonderna genomfört viktiga förändringar, t.ex. vad gäller arbetssätt och ökat fokus på medelfristiga strategiska allokeringar i förhållande till kortsiktig aktiv förvaltning och ökat mandat för VD att fatta strategiska investeringsbeslut.<sup>5</sup>

Inom ramen för den samlade förskjutningen i tillgångsallokering – minskad andel räntetillgångar till förmån för investeringar i alternativa tillgångar – så har fonderna alltmer divergerat i hur tillgångarna fördelas mellan olika tillgångsslag. Till exempel har Fjärde AP-fonden 59 procent aktier i portföljen (varav 18 procent svenska aktier) och 9 procent i alternativa tillgångar, medan Första AP-fonden har 46 procent aktier och 25 procent alternativa tillgångar i portföljen. Andra AP-fonden har ökat sina alternativa tillgångar men även gradvis ökat andelen av allokeringen till tillväxtmarknader både när det gäller aktier och obligationer. Tredje AP-fonden, som resonerar i termer av riskklasser i stället för tillgångsslag, hade fram till 2014 en låg andel räntebärande tillgångar. Allokeringen till riskklass räntor ökade dock betydligt under 2014 från 14 till 24 procent, samtidigt som andelen krediter minskade och även aktieandelen. Effekten av alla fondernas förvaltningsbeslut har blivit en ökad spridning i tillgångsallokeringen mellan fonderna. Sammantaget hjälper ökat strategiskt fokus och strategiska allokeringförändringar 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 de kortfristiga perspektiven. Det är i grunden det strategiska perspektivet och den övergripande tillgångsallokeringen som bestämmer hur avkastning och risk utvecklas i den samlade kapitalförvaltningen.

Regeringen ser positivt på den ovan nämnda divergerande allokering av tillgångarna. Resultatet följer av Första–Fjärde AP-fondernas alltmer diversifierade förvaltningsmodeller. Detta bedöms bidra till ökad riskspridning i buffertkapitalet både när det gäller förvaltning och allokering av tillgångarna.

#### *Första AP-fonden*

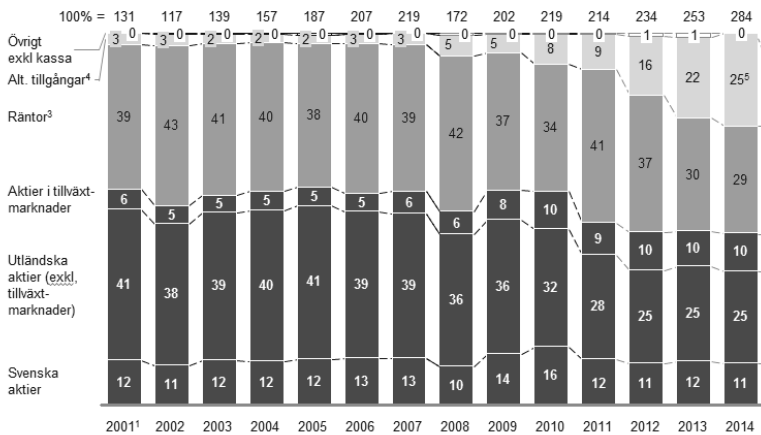
Första AP-fondens fondkapital uppgick till 284 miljarder kronor vid utgången av 2014. Fondens genomsnittliga avkastning för tioårsperioden 2005–2014 uppgick till 6,8 procent nominellt per år (efter kostnader), vilket översteg Första AP-fondens långsiktiga mål om 5,5 procent nominell avkastning per år. Första AP-fondens styrelse har beslutat om ett nytt mål fr.o.m. 1 januari 2015, om en genomsnittlig avkastning efter kostnader på 4,0 procent per år reellt mätt över en tioårsperiod.

<sup>5</sup> McKinsey, bilaga 9.

Första AP-fonden har under 2014 fortsatt öka allokeringen till alternativa tillgångar, och andelen av portföljen steg från 22 till 25 procent från 2013 till 2014. Alternativa tillgångar inkluderar bl.a. investeringar i hedgefonder, fastigheter, riskkapitalbolag och den s.k. riskparitetsportföljen. Den ökande andelen var främst drivet av en ökad allokering till riskkapital från 3 till 4 procent och till hedgefonder från 5 till 6 procent. Riskparitetsportföljen infördes 2013 och är konstruerad så att varje delkomponent bidrar med lika delar risk till portföljens totala risk. Andelen aktier uppgick till 46 procent i slutet av 2014, vilket var en något mindre andel jämfört med 2013.

Första AP-fonden beslutade om, utvecklade och förberedde genomförandet av en uppdaterad förvaltningsmodell fr.o.m. den 1 januari 2015. Styrelsen har beslutat att öka risken till en övergripande tillgångsfördelning om 65 procent aktier och 35 procent räntor vilket är en förändring från 60 procent aktier och 40 procent räntor. Denna riskprofil anser fonden bättre möter uppdraget och pensionssystemets behov.

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



Not 1: 1 juli 2001

Not 2: Den faktiska allokeringen den 31 december varje år

Källa: Första AP-fonden och McKinsey (bilaga 9).

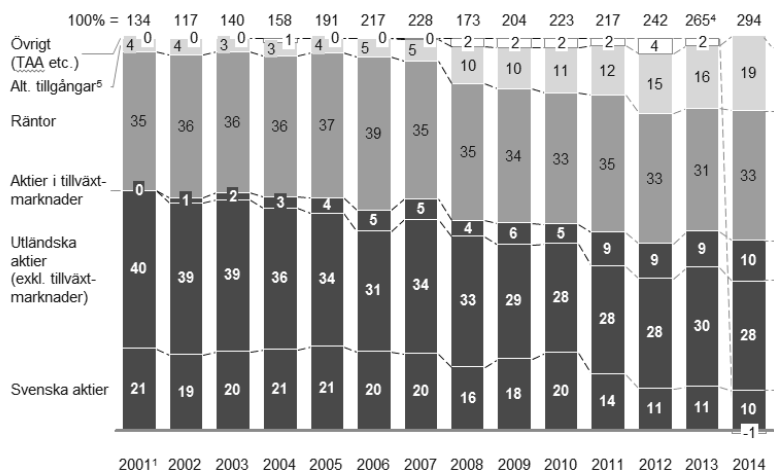
### Andra AP-fonden

Andra AP-fondens fondkapital uppgick till 294 miljarder kronor vid utgången av 2014. Fondens genomsnittliga avkastning för tioårsperioden 2005–2014 uppgick i genomsnitt till 7,1 procent per år (efter kostnader), vilket översteg fondens långsiktiga avkastningsantagande. Under tioårsperioden har detta mål varierat mellan 4,0–5,0 procent reallt. 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 beslutat att fr.o.m. den 1 januari 2015 justera ner det långsiktiga reala avkastningsantagandet från 5 procent till 4,5 procent. Förändringen är en följd av lägre förväntade räntor även i det långa perspektivet.

Andra AP-fonden har under 2014 ökat andelen räntebärande tillgångar i portföljen till 33 procent (31 procent året innan) och minskat andelen aktier till 48 procent (50 procent året innan). Minskningen i aktieandelen beror främst på en generell minskning av andelen utländska aktier medan andelen aktier i tillväxtmarknader fortsatte öka under 2014. Ökningen i de räntebärande tillgångarna beror delvis även den på en ökad allokering till tillväxtmarknader och efter dessa omallokeringar har Andra AP-fonden väsentligt större andelar än vad som ges av den genomsnittliga kapitalandelen i index för tillväxtmarknader.

Fonden har även fortsatt att öka vikten av alternativa tillgångar från 16 procent till 19 procent. Detta drevs främst av ökningarna inom riskkapital och jordbruk.

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



Not 1: Avser från 1 juli 2001. Den faktiska allokeringen är per den 31 december varje år.  
Källa: Andra AP-fonden och McKinsey (bilaga 9).

### Tredje AP-fonden

Tredje AP-fondens fondkapital uppgick till 288 miljarder kronor vid utgången av 2014. Fondens genomsnittliga avkastning för tioårsperioden 2005–2014 uppgick till 6,8 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 sju riskklasser (aktier, räntor, kredit, inflation, valuta, övrig exponering och absolutavkastande strategier). Fonden har därmed ett koncept som skiljer sig åt mot övriga Första–Fjärde AP-fonderna. Fondens VD ges mandat att genomföra strategin inom ramen för vissa exponeringsintervall mot en riskklass.

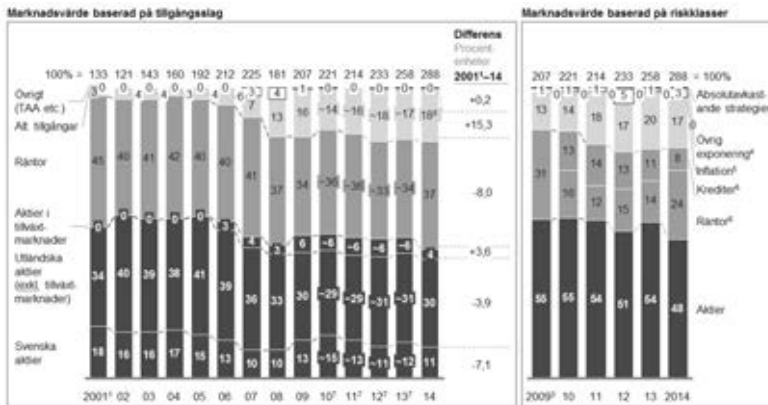
I termer av riskklasser hade Tredje AP-fonden en fördelning på 48 procent aktier vid slutet av 2014 vilket var en minskning från 54 procent vid slutet av året före medan allokeringen till riskklassen räntor ökade



betydligt från 14 till 24 procent, samtidigt som allokeringen till riskklass krediter minskade från 12,3 till 5,2 procent. Riskklassen inflation stod för 14,6 procent och utgörs av realränteobligationer samt investeringar i skog, jordbruk, infrastruktur och fastigheter.

En omvandlad, mer traditionell, tillgångsklassificering ser ut enligt nedan. Aktier står då för 45 procent, räntor för 37 procent och alternativa tillgångar för 18 procent.

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



Not 1: Avser från 1 juli 2001. Den faktiska allokeringen är per den 31 december varje år.

Källa: Tredje AP-fonden och McKinsey (bilaga 9).

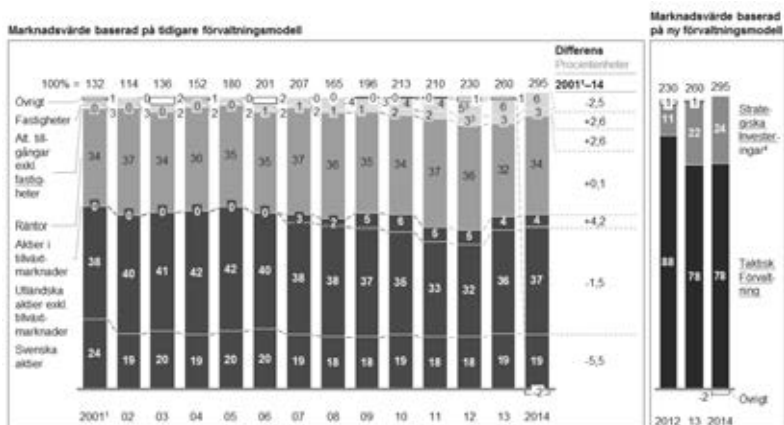
### Fjärde AP-fonden

Fjärde AP-fondens fondkapital uppgick till 295 miljarder kronor vid utgången av 2014. Fondens genomsnittliga avkastning för tioårsperioden 2005–2014 uppgick till 7,7 procent per år (efter kostnader), vilket översteg fondens långsiktiga mål. Det underliggande målet i form av realavkastning 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 har genomfört en förvaltningsstruktur med syfte att tillvarata affärsmöjligheter med längre placeringshorisonter än tre år. Det nya inslaget är en breddad och utökad strategisk förvaltning.

Fonden arbetar på lång sikt med normalportföljen 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. Slutligen har den taktiska förvaltningen en tidshorisont på upp till 3 år och målet att i genomsnitt skapa 0,5 procentenheters avkastning per år utöver den strategiska portföljen. Den taktiska förvaltningen utvärderas i avsnitt 5.2.2 (aktiv förvaltning).

Fjärde AP-fondens tillgångsallokering var relativt stabil 2014 jämfört med 2013.

**Figur 5.8 Fjärde AP-fondens tillgångsallokering 2001 till 2014 (procent av totala tillgångar, 100 % = SEK miljarder)<sup>1</sup>**

Not 1: Avser från 1 juli 2001. Den faktiska allokeringen är per den 31 december varje år.  
Källa: Fjärde AP-fonden och McKinsey (bilaga 9).

### 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 deras förvaltning och på vilket sätt fonderna fullgör sina uppdrag inom inkomstpensionssystemet. 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.

**Tabell 5.3 Första–Fjärde AP-fondernas riskjusterade avkastning (sharpekvot totalportfölj)<sup>1</sup> 2014, femårsperiod 2010–2014, tioårsperiod 2005–2014 och juli 2001 till 2014 (procent)**

	2014	2013	2010–2014	2005–2014	2001–2014
AP1	2,6	1,9	1,2	0,7	0,5
AP2	2,5	2,1	1,3	0,6	0,5
AP3	2,8	2,6	1,2	0,7	0,5
AP4	2,5	2,7	1,2	0,7	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.

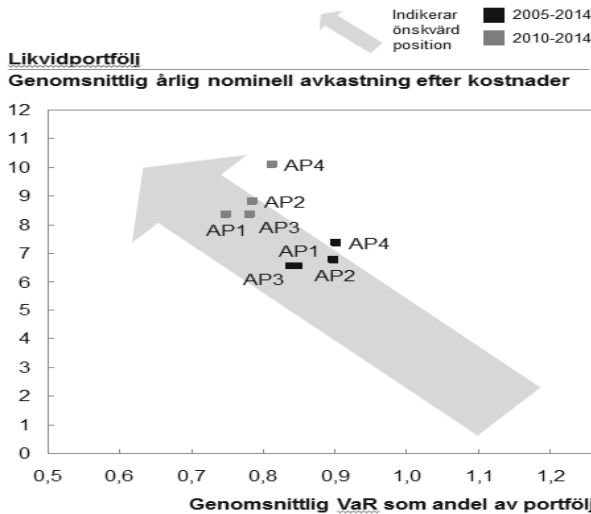
Spridningen i termer av sharpekvot är högre de senaste två åren jämfört med de längre mätperioderna. Förklaringen är den starka utvecklingen på aktiemarknaden de senaste åren kombinerat med att fonderna fått bättre betalt för de risker de tagit. Tredje AP-fonden nådde högst avkastning 2014 givet risken i förvaltningen, medan avvikelserna i riskjusterad avkastning under de längre perioderna varit små. Slutsatsen är att

skillnader mellan fondernas icke riskjusterade avkastning kan i allt väsentligt hänföras till portföljernas finansiella risk.

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. Skillnaderna mellan Första–Fjärde AP-fonderna på fem- och tioårshorisonterna är relativt små. Andra och Fjärde AP-fonderna skiljer dock ut sig genom en något högre risk i termer av VaR. Deras relativt sett högre avkastning på längre tidsperioder (se figur 5.9) har därmed skapats genom att ta högre risk. Man kan också notera att samtliga fonder fått en betydligt högre avkastning i förhållande till risk den senaste femårsperioden jämfört med tioårsperioden 2005–2014.

Regeringen anser det positivt att Första–Fjärde AP-fonderna intar olika preferenser för avvägningen mellan avkastning och risk. Sammantaget ökar det riskspridningen och robustheten i statens samlade fonderade buffertkapital.

**Figur 5.9 Value-at Risk för Första–Fjärde AP-fondernas likvidportföljer**



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.

### Jämförelser mellan Första–Fjärde AP-fondernas beräkningsmetoder

Regeringen har tidigare efterlyst mer enhetliga metoder och nyckeltal för att öka jämförbarheten och transparensen mellan Första–Fjärde AP-fonderna. Både gällande sharpekvoten och Value-at-Risk har definitioner och metoder m.m. i vissa delar skiljt sig åt mellan fonderna men en viss konvergering har skett. Till exempel har AP-fonderna för 2014 använt en gemensam definition av riskfri ränta i beräkningen av Sharpekvoten, i stället för att som tidigare ha använt olika definitioner för den riskfria räntan. Det kvarstår dock skillnader i antaganden och beräkningsmetoder m.m.

Regeringen ser positivt på arbetet med att öka jämförbarheten i AP-fondernas olika nyckeltal, men betonar vikten av att AP-fondernas utveckling av samarbetet i dessa delar fortsätter.

#### **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 administrationskostnader, 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.

**Regeringens bedömning:** 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 femårsstikt. 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.

**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 aktiv förvaltning bör inte överdrivas, eftersom resultaten utgör en begränsad del av fondernas samlade resultat. År 2013 utgjorde andelen drygt 2 procent av resultatet. Det är i stället de strategiska besluten och den övergripande tillgångsallokeringen som dominerar utvecklingen av resultat och risk i fondernas kapitalförvaltning. Första–Fjärde AP-fondernas strävan att i ökad utsträckning fokusera på medelfristiga strategiska allokeringsbeslut i förhållande till kortsiktig aktiv förvaltning välkomnas.

Utfallen för Första–Fjärde AP-fondernas aktiva förvaltning har förbättrats de senaste åren, både de årliga utfallen och på femårsstikten. Andra och Fjärde AP-fonderna, som även redovisar riskjusterade mått, har nått sina mål och en överavkastning i förhållande till tagna risker.

I övrigt är det viktigt, i den utsträckning aktiv förvaltning faktiskt bedrivs, att fonderna är transparenta i redovisningen av resultaten.

**McKinsey:** Första–Fjärde AP-fonderna arbetar i dag på olika sätt med aktiv förvaltning, vilket försvårar jämförelser mellan fonderna. Förändringar i fondernas förvaltningsmodell innebär också att definitionen på aktiv förvaltning förändrats över tid och försvårar historiska jämförelser. Flera av fonderna har under de senaste åren minskat fokus på traditionell aktiv förvaltning relativt strategisk och taktisk tillgångsallokering. Under 2014 samt under den senaste femårsperioden generade 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

jobbar 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 som mål att av det totala målet om 4,5 procent, uppnå en genomsnittlig aktiv avkastning om 0,5 procent per år för den aktivt förvaltade likvida portföljen över en rullande treårsperiod.

Även Andra AP-fonden har som ett explicit mål för sin aktiva förvaltning att den ska uppgå till 0,5 procent avkastning. Under 2014 genererade Andra och Fjärde AP-fonderna aktiv avkastning om 0,5 respektive 0,7 procent, vilket innebär att de nådde sitt respektive mål för aktiv avkastning under 2014. Detsamma gäller på femårsrikten då den aktiva avkastningen för båda fonderna var 0,6 procent, men däremot uppnår inte Andra och Fjärde AP-fonderna sitt mål för aktiv avkastning under tioårsperioden 2005–2014.

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 betaförvaltningen.

**Tabell 5.4 Första–Fjärde AP-fondernas aktiva avkastning 2010–2014 (procentenheter)**

	2014	2013	2012	2011	2010	2010–2014
AP1	0,7	0,2	1,2	-0,2	1,1	0,6
AP2	0,5	0,5	1,2	-0,2	0,8	0,6
AP3	0,4	0,4	0,9	0,0	0,4	0,4
AP4	0,7	0,5	1,0	0,2	0,8	0,6

Källa: McKinsey, bilaga 9.

Fondernas aktiva förvaltning gav enligt McKinseys redovisning ett resultatintervall på 0,4–0,7 procent för 2014. Samtliga fonder visar även positiv avkastning på 0,4–0,6 procent under femårsperioden (2010–2014).

#### *Riskjusterad avkastning i aktiv förvaltning*

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 avvikelserna från jämförelseindex. Det är positivt att Andra och Fjärde AP-fonderna publicerar detta mått, mot bakgrund av den genomlysning av fondernas resultat som detta ger. Andra och Fjärde AP-fondernas informationskvot uppgick i båda fall till 1,8 under perioden 2010–2014. För 2014 var utfallet 1,7 respektive 2,9.

**Tabell 5.5 Informationskvot avseende Första–Fjärde AP-fondernas aktiva förvaltning 2010–2014 och 2005–2014**

Skr. 2014/15:130

	2014	2013	2012	2011	2010	2010–2014	2005–2014
AP1	-	-	-	-	1,9	-	-
AP2	1,7	1,6	4,2	-1,0	2,7	1,8	0,9
AP3	-	-	-	-	-	-	-
AP4	2,9	2,0	2,3	0,5	2,6	1,8	0,3

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 på femårsperioden. Samtliga fonder täcker, enligt den utvärdering som McKinsey redovisar, mer än väl kostnaderna för aktiv (och övrig) förvaltning över 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 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>6</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. Enligt McKinseys uppgifter uppgår resultaten i Första–Fjärde AP-fondernas aktiva förvaltning till 5,7 miljarder kronor 2014, vilket utgör knappa 4 procent av fondernas samlade resultat för året. Det är de strategiska besluten och den övergripande tillgångsallokeringen som dominerar vad gäller hur avkastning och risk utvecklas i den samlade kapitalförvaltningen. Det är också tydligt att Första–Fjärde AP-fonderna de senaste åren allt mer kommit att fokusera på de medelfristiga strategiska allokeringsbesluten i förhållande till de mer kortfristiga perspektiven – vilket regeringen välkomnar.

<sup>6</sup> McKinsey, bilaga 9.

**Regeringens bedömning:** 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.

**Regeringens bedömning i föregående års skrivelse:** Sjätte AP-fondens avkastning på 9,2 procent 2013 bidrog till att lyfta resultaten på längre löptider, men resultatet är fortsatt väsentligt lägre än det nya ambitiösa mål som fondens styrelse fastställde 2012.

Den nya investeringsstrategi som tog form 2011 mot mogna onoterade företag har välkomnats av regeringen. Det är dock fortsatt stor variation i resultatet mellan olika delar av investeringsverksamheten; investeringar i mogna företag presterar bra, men investeringar i expansionsbolag presterar sämre. Strategiskiftet 2011 verkar dock ha gett resultat och tendenser till förbättrad lönsamhet kan skönjas.

Även om Sjätte AP-fondens avkastning inte når upp till målet för verksamheten så överstiger den utvecklingen i inkomstindex – vilket innebär att fonden bidragit till den långsiktiga finansieringen av tillgångarna i inkomstpensionssystemet.

**McKinsey:** Sjätte AP-fondens utveckling motsvarar en avkastning efter kostnader på 4,6 procent per år för perioden 1997–2014, 5,4 procent per år för perioden 2005–2014 samt 5,3 procent per år för perioden 2010–2014. Avkastningen under 2014 var 6,5 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 stängd försvårar även en direkt jämförelse av fondens avkastning med externa benchmark. Som referens kan dock nämnas att fondens avkastning under den senaste tioårsperioden 2005–2014 varit lägre än index för noterade svenska småbolag (MSCI Swedish Small Cap) och svenska mellanstora bolag (MSCI Swedish Mid Cap), men högre än inkomstindex.

**Skälen för regeringens bedömning:** Sjätte AP-fonden är en av de fem buffertfonderna i det svenska inkomstpensionssystemet, men 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 främst i onoterade företag i Norden. Sjätte AP-fonden är en stängd fond, vilket innebär att fonden inte har några in- eller utflöden via pensionssystemet.

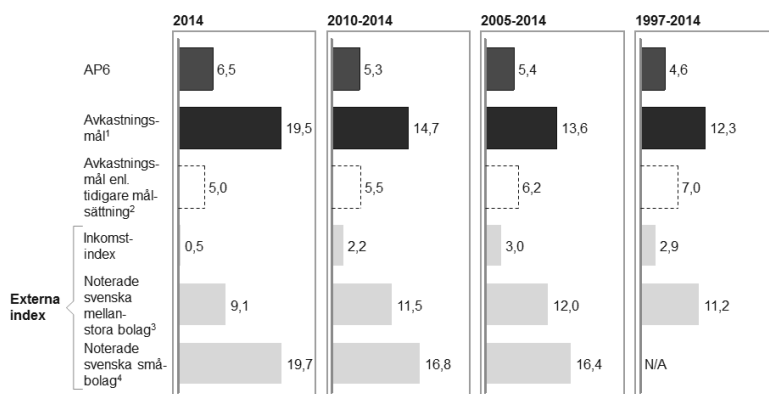
#### *Sjätte AP-fondens resultat*

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 marknadens, liksom AP-fondens, historik när det gäller avkastning gör det rimligt att förvänta sig en god avkastning framöver. Fokuseringen fortsatte under 2014 och ett relativt stort antal transaktioner genomfördes under året.

Sjätte AP-fondens kapital har vuxit från 10,4 till 23,6 miljarder kronor under perioden 1996–2014. Portföljen har som helhet genererat en årlig avkastning på 4,6 procent sedan start. Avkastning för 2014 uppgick till 6,5 procent. Sjätte AP-fondens avkastningsmål sedan 2011 är att följa genomsnittsavkastningen för ett nordiskt jämförelseindex (SIX Nordic 200 CAP GI), med påslag för en riskpremie för onoterade bolag om 2,5 procent (rullande femårsperiod). Jämfört med avkastningsmålet har Sjätte AP-fonden underpresterat över samtliga utvärderingsperioder (se figur 5.11). 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 stängd fond, vilket gör att fonden behöver förvalta en likviditetsreserv (uppgående till ca en tredjedel av kapitalet 2014, 6,4 miljarder kronor) och denna bidrar enbart i begränsad utsträckning till avkastningen. Det är svårt att identifiera alternativa målsättningar som inte baseras på noterade index, men regeringen anser 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 5.11 Sjätte AP-fondens totala portfölj. Genomsnittlig årliga avkastning efter kostnader (procent)**

Not 1: Nytt avkastningsmål sedan 2012: SIX Nordic 200 Cap GI (gamla SHB Nordix All-Share) + riskpremie om 2,5 % baserat på fondens riskprofil och kassaallokering

Not 2: Baserat på målet 2003–11: 4,5 % plus reporänta. Före 2003 var målet ett börsindex.

Not 3: Total avkastning för MSCI Swedish Mid cap (för svenska mellanstora bolag)

Not 4: Total avkastning för MSCI Swedish Small cap (för svenska småbolag).

Källa: McKinsey (bilaga 9) och Sjätte AP-fonden.

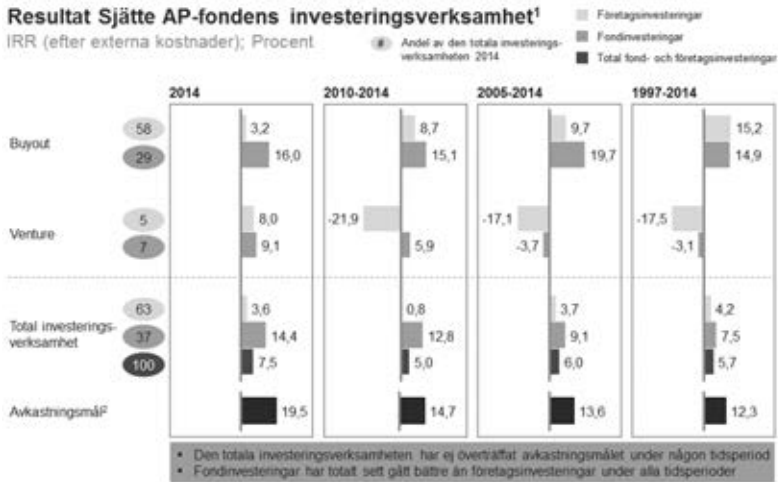
Det bör dock noteras att Sjätte AP-fonden för samtliga tidsperioder väl har överträffat inkomstindex – det index som utgör benchmark för buffertfonderna i förhållande till inkomstpensionssystemet. Sjätte AP-fonden har därmed bidragit till den långsiktiga finansieringen av tillgångssidan i inkomstpensionssystemet, 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. Det mogna marknadssegmentet har generellt presterat bra avkastning, runt 15 procent för perioden 1997–2014 för både företagsinvesteringar och fondinvesteringar. För tioårsperioden (2005–2010) uppgick avkastningen till 19,7 procent för fondinvesteringarna och 9,7 procent för företagsinvesteringarna. För femårsperioden (2010–2014) var motsvarande siffror 15,1 respektive 8,7 procent och för 2014 var de 16,0 respektive 3,2 procent. Det betyder att oavsett tidsperiod så har fondinvesteringar genererat en högre avkastning än företagsinvesteringar.

I affärsområdet venture capital (expansionsbolag) har utvecklingen varit negativ för i stort sett alla perioder förutom 2014, då avkastningen uppgick till 9,1 respektive 8,0 procent för fondinvesteringar respektive företagsinvesteringar. Fondinvesteringar i expansionsbolagen klarar sig generellt bättre än företagsinvesteringar, men är negativ för tioårsperioden och sedan start.

**Figur 5.12 Resultat Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet (procent) Skr. 2014/15:130**



Not 1: Från och med 2012 inkluderas endast investeringar i företag och fond (ej noterade småbolag) i investeringsverksamheten. Den historiska analysen utgår ifrån denna definition.

Not 2: Nytt avkastningsmål sedan 2012: SIX Nordic 200 Cap GI (gamla SHB Nordix All-Share) + riskpremie om 2,5 procent baserat på fondens riskprofil och kassaallokering.

Källa: McKinsey och Sjätte AP-fonden.

Sammantaget för investeringsverksamheten, liksom för totalportföljen, är resultaten under styrelsen nuvarande avkastningsmål. Omriktningen av verksamheten 2011 framstår som välgrundad, eftersom det mogna marknadssegmentet genomgående uppvisat positiva siffror samtidigt som investeringarna i tidig utvecklingsfas (expansionsbolag) har medfört betydligt sämre avkastning. Regeringen välkomnar de förändringar och arbete som gjorts sedan 2011. Detsamma gäller det fortsatt interna utvecklingsarbetet, bl.a. med interna processer och ägarstyrningsfrågor.

Det finns skäl att se positivt på den framtida utvecklingen i Sjätte AP-fonden. Man ska dock vara medveten om att de fulla effekterna av den nya strategin inriktad mot det mogna marknadssegmentet kommer att ta några år att utveckla sin fulla potential.

**Faktaruta 5.2 Värdering av onoterade aktier**

Enligt lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden ska fondens placerings-tillgångar marknadsvärderas. Sjätte AP-fondens redovisning, och regeringens utvärdering av fondens onoterade portfölj, baseras på IPEV:s riktlinjer (International Private Equity & Venture Capital Valuation Board). Principiellt gäller att värderingen ska avspegla verkligt värde. Det finns olika metoder för att fastställa verkligt värde beroende på vilken information som finns tillgänglig. 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 scenario 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 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 aktiemarknaden utvecklas svagt.

**Regeringens bedömning i föregående års skrivelse:** Avkastningen för Sjunde AP-fondens förvaltsalternativ (AP7 Såfa) uppgick till 32 procent 2013, vilket var dubbelt så högt som den genomsnittliga avkastningen för privata fonder i premiepensionssystemet. Även sett över tidsperioden 2010–2013 var avkastningen hög: 13,3 procent jämfört med 6,6 procent. Det kan konstateras att AP7 Såfas stora aktieexponering, förstärkt med en s.k. strategisk hävstång, ger bra utdelning i tider av kraftig uppgång på aktiemarknaderna. Man ska dock vara medveten om att hävstången även verkar vid nedgång på aktiemarknaden, vilket

innebär att AP7 Såfa riskerar gå sämre än index när aktiemarknaden utvecklas svagt.

Mot bakgrund av att Sjunde AP-fonden är den enskilt största aktören i premiepensionssystemet, finns det skäl att ange andra externa referenspunkter. Sedan start 2001 har den genomsnittliga avkastningen i Sjunde AP-fondens förvalsalternativ väl överträffat utvecklingen i inkomstindex, vilket innebär att pensionssparande i statens förvalsalternativ utvecklats bättre än den genomsnittliga inkomstutvecklingen i samhället.

**McKinsey:** Sjunde AP-fonden förvaltade vid slutet av 2014 33,4 procent av totala premiepensionssystemets kapital. Under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2014 genererade förvalsalternativet AP7 Såfa i genomsnitt en avkastning på 16,6 procent per år, medan premiepensionsindex hade en genomsnittlig avkastning på 8,4 procent per år. 2014 var avkastningen för Såfa 29,3 procent, jämfört med 15,1 procent för premiepensionsindex. För perioden sedan start, 2001–2014, har Sjunde AP-fondens förvalsalternativ i genomsnitt avkastat 5,8 procent per år jämfört med 3,2 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 3,7 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.

Sjunde AP-fonden förvaltade i slutet av 2014 drygt 253 miljarder kronor (33,4 procent av medlen i premiepensionssystemet) för ungefär 3,2 miljoner pensionssparare. Målet för förvalsalternativet är att avkastningen ska vara minst lika bra som den genomsnittliga avkastningen för de privata fonderna på Pensionsmyndighetens fondtorg.

Vid utgången av 2014 var avkastningen för AP7 Såfa 29,3 procent (efter kostnader), medan genomsnittet för de privata fonderna på Pensionsmyndighetens fondtorg var 15,1 procent.<sup>7</sup> Om perioden från införandet av ny förvaltningsmodell i maj 2010 t.o.m. 2014 betraktas är avkastningen i AP7 Såfa 16,6 procent per år, jämfört med de privata fondernas avkastning på 8,4 procent per år (se tabell 5.6). Avkastningen i det statliga förvalsalternativet var därmed ungefär dubbelt så hög jämfört med de privata alternativen.

<sup>7</sup> Genomsnittet mäts genom premiepensionsindex, som tas fram av Pensionsmyndigheten.

**Tabell 5.6 Utveckling för Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell maj 2010–2014 och 2001–2014 (procent)**

	2013 (%)	Maj 2010 - 2014 <sup>3</sup> (%)	2005-2014 (%)	2001-2014 <sup>4</sup> (justerat, %)
AP7 (PSF och SÅFA) <sup>1</sup>	29,3	16,6	10,0	5,9
Premiepensionsindex <sup>2</sup>	16,6	8,4	7,9	3,7

Not 1: Utgörs av PSF (Premissparfonden) jan 2001– maj 2010 och SÅFA maj 2010- dec. 2014. SÅFA bestod den 30 dec. 2014 av 93,2% AP7 Aktiefond och 6,8% AP7 Räntefond.

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

Not 3: Geometriskt snitt av den årliga avkastningen 24 maj 2010 – 31 dec 2013.

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

Källa: Pensionsmyndigheten, AP7 Årsredovisning, McKinsey-analys

Sedan start har Sjunde AP-fondens förvalsalternativ genererat en årlig avkastning på 5,9 procent (justerat för rabatter)<sup>8</sup> för perioden 2001–2014 samtidigt som genomsnittet för fondtorget avkastat 3,7 procent per år (justerat för rabatter).<sup>9</sup> Även i det längre perspektivet framstår därmed förvalsalternativet som förmånligt genom att överträffa snittet på fondtorget.

Regeringens anser det positivt att Sjunde AP-fonden når sitt avkastningsmål för förvalsalternativet över samtliga undersökta tidshorisonter, 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 2014/2015 till drygt 93 procent av AP7 Aktiefond (och resten AP7 Räntefond) som har nära 100 procent globala aktier i portföljen och en hävstång på runt 50 procent av värdet på portföljen. Detta ger sammantaget AP7 Såfa en mycket hög exponering mot aktiemarknaden och en hög avkastning när marknaden utvecklas väl (såsom 2014). 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.

Mot bakgrund av att statens förvalsalternativ utgör drygt 33,4 procent av kapitalet i premiepensionssystemet 2014 och att Sjunde AP-fonden är den enskilt största aktören inom detta system, kan andra jämförelsenormer vara lämpliga att beakta – t.ex. utvecklingen inom ramen för inkomstpensionssystemet. Vid sådana jämförelser är det lämpligt att använda en kapitalviktad avkastning som jämförelsemått, i stället för den

<sup>8</sup> Avgiften för Premiesparfonden var 0,5 procent fr.o.m. jan 2001 t.o.m. första kvartalet 2007, samtidigt som den genomsnittliga rabatten var 64,7 procent per år. Från och med andra kvartalet 2007 har avgiften för förvalsalternativet varit 0,15 procent eller 0,12 procent, vilket är under gränsen för när rabatt ska ges till pensionsspararna.

<sup>9</sup> Avkastning för Premiesparfonden 2001–maj 2010 och för AP7 Såfa fr.o.m. 24 maj 2010.

tidsviktade avkastningen som redovisats i tabell 5.6 ovan. Tidsviktad avkastning används bl.a. vid jämförelser mellan fonder eller fonder mot index, men har nackdelen att den inte tar hänsyn till flöden av kapital eller storleken på det kapital som genererar avkastning (se även faktaruta 5.1). Kapitalviktad avkastning beaktar å sin sida både kapitalflöden till och från ett konto och flödenas tidpunkt. Kapitalviktad avkastning benämns även internränta (IRR. Internal Rate of Return) och kan jämföras med den ränta som beräknas för ett bankkonto. Mätt som kapitalviktad avkastning har premiepensionsindex avkastat 9,4 procent under perioden december 2000 till 2014, jämfört med 2,4 procent för inkomst/balansindex. Förvaltningsutfallet kan därmed konstateras även i detta perspektiv vara positivt.

Regeringen har i tidigare utvärderingar tryckt på behovet av information till allmänheten om förvalsalternativets inriktning och risknivå. Det kan konstateras att Sjunde AP-fonden har förstärkt kommunikation kring inriktning och risknivå och t.ex. i årsredovisningen för 2014 ägnas en betydande del till att förklara förvaltningsmodellen och dess risker. Regeringen ser detta som angeläget med tanke på den relativt höga risken i förvaltningsmodellen

#### 5.4.2 Aktiv förvaltning

**Regeringens bedömning:** 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.

**Regeringens bedömning i föregående års skrivelse:** Sjunde AP-fondens aktiva förvaltning 2013 har, jämfört med valda jämförelseindex, inte lyckats prestera positiva resultat. Även om den taktiska allokeringen inte fullt ut är mogen för utvärdering så ligger utfallen långt från uppsatt mål.

För att öka transparensen i nyttan av den aktiva förvaltningen bör Sjunde AP-fonden redovisa en utvärdering av den aktiva förvaltningen och dess tre delar (taktisk förvaltning, absolutavkastande alfaförvaltning och förvaltning av onoterade tillgångar).

**McKinsey:** Den aktiva avkastningen 2014 för Sjunde AP-fondens aktiefond respektive räntefond var 41 respektive minus 3 baspunkter. För perioden 24 maj 2010 till 31 december 2014 var den aktiva avkastningen för aktiefonden och räntefonden minus 9 respektive minus 38 baspunkter per år.

**Skälen för regeringens bedömning:** Sjunde AP-fondens produkter är till övervägande del passivt förvaltade, men mindre del av kapitalet är aktivt förvaltad. Den aktiva avkastningen för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond var 4 baspunkter respektive negativa 3 baspunkter för 2014.

För perioden maj 2010–2013 var motsvarande siffror negativa 9 baspunkter och negativa 38 baspunkter i genomsnitt per år.

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 inom 38–62 procent. I slutet av 2014 motsvarade hävstången 49,2 procent av kapitalet i AP7 Aktiefond. Den taktiska allokeringen bidrog negativt med 19 miljoner kronor för 2014. Det ska jämföras med ett mål om att generera 500 miljoner kronor per år över en rullande femårsperiod i den taktiska förvaltningen. Även om det är tidigt att fullt ut bedöma resultatet i den taktiska allokeringen så är utfallet relativt långt i från det mål som satts upp för verksamheten.

För alfaförvaltning är målet att ge en avkastning på 275 miljoner kronor per år. Utfallet för 2014 var ett positivt bidrag om 335 miljoner, vilket innebar att förvaltningen överträffade målet 2014.

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 2014, jämfört med valda benchmark, lyckades prestera bättre resultat än föregående år och när det gäller alfaförvaltningen även ett resultat som var bättre än målet. Regeringens anser oavsett en bättre avkastning under 2014 att transparensen av nyttan av den aktiva förvaltningen bör öka och önskar en tydligare redovisning av den aktiva förvaltningen och dess tre delar (taktisk allokering, absolutavkastande alfaförvaltning och förvaltning av onoterade aktier).

## 6 Hållbarhet och övriga förvaltningsfrågor

### 6.1 Hållbarhet, ägarstyrning och ersättningar

**Regeringens bedömning:** Hållbarhet är en väsentlig aspekt inom AP-fondernas verksamhet och att hållbarhetsaspekter integreras i förvaltningen är viktigt dels för att uppnå långsiktigt hög avkastning och 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.

**Regeringens bedömning i föregående års skrivelse:** Hållbarhetsfrågor är centralt för AP-fondernas verksamhet. Integration av hållbarhet är strategiskt viktigt för att uppnå långsiktigt uthållig hög avkastning och en god riskhantering. Det senare är av särskild betydelse för allmänhetens förtroende för AP-fonderna och för pensionssystemet. Årets granskning visar att AP-fonderna fortsatt utvecklingsarbetet med att integrera hållbarhet i respektive fonds verksamhet. Fonderna kommer väl ut i en internationell jämförelse med andra pensionsfonder som är valda för att de har kommit långt i arbetet med integration av hållbarhet. AP-fondernas arbete hittills inom hållbarhet är positivt och fonderna bör fortsätta att agera som föredömen när det gäller arbetet med att integrera hållbarhet i förvaltningen. Fonderna bör se över möjligheterna för utveckling utifrån de rekommendationer som lämnas av McKinsey och revisorerna.

AP-fondernas väl utarbetade riktlinjer för ägande och ägarrapportering värdesätts. Fonderna kan dock bli tydligare i att lyfta fram vilka huvudfrågor de driver, resultatet av arbetet och eventuella skillnader mellan fondens drivna linje och utfallet. Dessutom finns det anledning för fonderna att samarbeta kring framtagning av metoder för ägarstyrning.

Stor vikt läggs vid ersättningsfrågor. Stickprov samt en uppföljning av kostnader för ersättningar, personalförmåner, representation och tjänsteresor i revisionen 2013 visar att AP-fonderna följer sina interna riktlinjer. Detsamma gäller även för ersättningar till ledande befattningshavare inom fonderna. Det är angeläget att AP-fonderna fortsatt har starkt fokus på ersättningar, eftersom det är av stor betydelse för allmänhetens förtroende för AP-fonderna.

AP-fonderna kan bli tydligare i redovisningen av hur de agerar gällande ersättningar till ledande befattningshavare i portföljbolagen, t.ex. varför de i vissa fall fullt ut följer regeringens riktlinjer, men i andra fall väljer att avvika. AP-fonderna bör även redogöra för skälen till avvikelserna.

### **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 Etik- och miljöutredningen (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 Etik- och miljöutredningen lämnade rekommendationer, vilket är ett tecken på att utredningen inte har förlorat i aktualitet. Bland utredningens förslag 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 kvaliteten 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 det lyfts fram vikten av att integrera hållbarhetsfrågor i den löpande analysen och förvaltningen. Regeringen anser, i linje med Etik- och miljöutredningens 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, affärsetik, jämställdhet och mångfald.

Hur långt AP-fonderna kommit i integrationen av hållbarhetsfrågor har vissa år utvärderats genom enkäter till fonderna (se punkt 2 ovan), vilket även har varit fallet i årets utvärdering. När det gäller förra årets utvärdering gav regeringen ett uppdrag till konsultbolaget McKinsey om

en fördjupningsstudie kring integration av hållbarhet med en särskild djupdykning kring ägarstyrning (i enlighet med punkt 4 ovan).

McKinsey kom i rapporten fram till att Första–Fjärde AP-fonderna, har kommit längre inom vissa områden än de förvaltare som McKinsey valde att jämföra med. Det första området är hållbarhetsinvesteringar, t.ex. gröna obligationer och den koldioxidreducerade portfölj som Fjärde AP-fonden investerat i. Det andra området är att fonderna kommit långt vad gäller nationellt och internationellt samarbete – framför allt när det gäller att utarbeta hållbarhetsstandarder och principer. Det sista området där AP-fonderna enligt McKinsey har kommit långt är i arbetet med att ställa krav på externa förvaltare när det gäller hållbarhet. McKinsey lyfter dock fram områden där de anser att Första–Fjärde AP-fonderna kan utvecklas: 1) investeringsmandatet, 2) investeringsfilosofi och strategi, 3) verktyg och processer, 4) resurser och organisation, 5) uppföljning och 6) extern rapportering.

Som en uppföljning av McKinseys rapport, har AP-fonderna fått svara på en enkät med ett antal frågor. Dessa frågor är baserade på de rekommendationer som McKinseys rapport resulterade i. Regeringen kan på detta sätt följa upp hur AP-fonderna under 2014 har fortsatt arbetet med integration av hållbarhet i förvaltningen. Nedan återfinns dessa frågor och en sammanfattning av Första–Fjärde AP-fondernas svar och därefter en sammanfattning av Sjätte och Sjunde AP-fondernas svar. Frågorna till dessa två AP-fonder justerades något för att dels reflektera ett avvikande uppdrag, men även att dessa inte deltar i samarbetet kring Etikrådet.

1. Har fonden tagit beslut om nya mål för arbetet med integration av hållbarhet/ESG sedan årsskiftet 2013/2014?

Första AP-fonden har under 2014 satt upp mål för det interna arbetet med hållbart värdeskapande, såsom t.ex. utbildningsmål samt mål för vidareutveckling av processer. Första AP-fonden avser däremot inte att sätta mål för förvaltningen t.ex. i form av andel riktade investeringar inom hållbarhet/ESG, eftersom fonden anser att sådant mål för investeringsverksamheten medför för stor risk att strävan att uppfylla målet går ut över det övergripande målet om hög avkastning. Sedan tidigare har Andra AP-fonden arbetat med en process där varje avdelning och därmed även hållbarhetsavdelningen tar fram en treårig affärsplan med kort och långsiktiga mål. Även samtliga avdelningar inom kapitalförvaltningen har tagit fram mål för ESG-arbetet. Tredje AP-fonden prioriterar arbetet med den fortsatta integrationen av hållbarhet inom hela förvaltningen med målet att hållbarhet ska vara fullt integrerad i alla delar av fondens verksamhet på sikt. Denna inriktning var en del av den affärsplan som Tredje AP-fonden tog fram 2014, men arbetet med integration av hållbarhet hade däremot påbörjats tidigare. Fjärde AP-fonden har satt upp ett konkret mål att den globala aktieportföljen ska vara placerad i koldioxidsnåla strategier år 2020 och fonden har även som långsiktig ambition att hitta koldioxidsnåla strategier inte enbart för aktieportföljen utan för samtliga tillgångsslag och investeringar.

2. Har fonden under 2014 definierat fokusområden inom hållbarhet/ESG eller vidareutvecklat tidigare fokusområden?

Ett fokusområde för Första AP-fonden under 2014 har varit att öka kunskap inom hållbart värdeskapande för fondens personal. Första AP-fonden deltar i ett klimatprojekt med Mercer (internationellt konsultbolag som bl.a. är aktivt inom investeringsområdet) och ett tiotal internationella investerare. Syftet är att analysera vilken påverkan klimatförändringarna, och möjlig reglering på området kan ha på fondens portfölj, för att ge fonden verktyg att integrera riskfaktorer kopplade till klimatförändringar i den interna analysen. Andra AP-fonden avser att koncentrera arbetet med hållbarhet till ett antal fokusområden framöver för att uppnå bästa möjliga resultat av detta arbete. För varje fokusområde kommer fonden ta fram mål på kort och lång sikt och arbetet med detta har påbörjats under 2014. Tredje AP-fonden har under längre tid definierat fokusområden inom ramen för ägarstyrningsarbetet, men när det gäller övergripande hållbarhetsarbete har fonden valt att inte definiera fokusområden. I stället har fonden tagit ett helhetsperspektiv avseende hållbarhet och inkluderande alla tillgångar i fonden, vilket anser fonden är en stor utmaning på grund av att fondens investeringsstrategi bygger på riskspridning och diversifiering. Fjärde AP-fonden har valt att definiera två fokusområden, klimatförändring och ägarstyrning. Som del av arbetet inom fokusområdet klimatförändring, är fonden aktiv i att driva utvecklingen av koldioxidsnåla investeringsstrategier genom internationella initiativ, såsom t.ex. Portfolio decarbonization project (PDC).

3. Har fonden under 2014 vidareutvecklat interna systematiska processer för integration av hållbarhet/ESG? Om så är fallet ge gärna några konkreta exempel.

Första–Fjärde AP-fonderna har under 2014 eller i samband med årsredovisningen för 2014 beräknat och redovisat koldioxidavtrycket för respektive fonds aktieportfölj i relation till jämförelseindex. När det gäller andra processer har Första AP-fonden utvecklat sin process för s.k. gulflaggade bolag för förvaltningen av aktier och räntebärande tillgångar, och som del av detta arbete utvärderar fonden databastjänster för aktier och analystjänster för investeringar i statsobligationer och krediter. Andra AP-fonden har utökat användningen av databaser och annan extern analys i hållbarhetsarbetet. Sedan hösten 2013 har Andra AP-fonden haft med en intern arbetsgrupp kring fossil energi och klimat. Syftet var att lägga grunden för fondens ställningstagande vad gäller investeringar i fossil energi och resultatet blev att fonden under 2014 beslutade att inte lägga investera i totalt sett 20 energibolag, varav 12 kolbolag. Tredje AP-fonden har arbetat fram en ny internt utvecklad modell som försöker fånga upp bolag, index, sektorer och regioner i portföljen med störst hållbarhetsrisk. Syftet är att försöka identifiera de innehav med störst hållbarhetsrisk i portföljen och därefter bedöma om dessa bör finnas kvar i portföljen. Analysen kan även utgöra ett bra underlag för att föra en proaktiv dialog med bolagen. Fjärde AP-fonden har framför allt fokuserat arbetat på att ta fram koldioxidsnåla investeringsstrategier baserade på nya koldioxidreducerade index. Fonderna har

som ett led i detta deltagit flitigt i den internationella debatten för att sprida kunskap kring den typen av investeringsstrategier. Skr. 2014/15:130

4. Har resurstillgången för arbetet med hållbarhet/ESG inom den egna fonden eller inom ramen för det samarbete som sker inom Etikrådet ökat under 2014? Om så är fallet konkretisera gärna.

Generellt sett har resurstillgången inom AP-fonderna ökat under 2014 antingen genom att fonderna har nyanställt personal med specialistkompetens inom hållbarhet, eller att existerande personal har ökat andelen tid nedlagd på arbete med hållbarhet. Dessutom har två av AP-fonderna (Första och Tredje) omorganiserat på ett sådant sätt så att resurser inom hållbarhet har överförts från kommunikation till kapitalförvaltningen vilket i sin tur har ökat fokus på hållbarhet. Etikrådet fick dessutom under 2014 en utökad budget för analys och kommunikation och antalet ordinarie ledamöter ökade från en till två personer per fond utan suppleanter. Dessutom har Etikråden genomfört en upphandling av externa konsulttjänster/screeningtjänster i syfte att ytterligare förstärka analysförmågan inom hållbarhetsområdet.

5. Har processer för arbetet med externa förvaltare utvecklats under året? Om så är fallet ge gärna konkreta exempel. Har i så fall utvecklingen skett inom ramen för samarbetet i Etikrådet eller enbart inom fonden?

Första AP-fonden har under året utvärderat samtliga externa förvaltare i termer av deras utfästelser när det gäller hållbarhet, integration av hållbarhetsfaktorer i investeringsbesluten, samt deras engagemang som ägare och rapportering. Även Andra AP-fonden har under 2014 begärt in rapportering från samtliga externa förvaltare om hur de arbetar med hållbarhet. Andra AP-fonden har även begärt in utökad rapportering när det gäller fondens investeringar i jord- och skogsbruksfastigheter, och fonden har varit delaktig i att ta fram ”Principer för ansvarsfulla investeringar i jordbruk” som fördes över till PRI 2014. Tredje AP-fonden konstaterar att det i externa mandat inte finns explicita skrivningar men däremot har fonden satt upp tydliga rapporteringskrav för förvaltarna. Fjärde AP-fonden konstaterar att dess arbete med att utveckla och genomföra koldioxidsnåla strategier har skett i nära samarbete med externa leverantörer såväl som av förvaltning tjänster som av index.

6. Har det under året tagits nya kompetensutvecklingsinitiativ inom hållbarhet/ESG? Om så är fallet ge gärna konkreta exempel. Har i så fall dessa initiativ tagits inom ramen för samarbete i Etikrådet eller inom den egna fonden?

Alla fonderna har fortsatt ett intensivt arbete med kompetensutveckling både i form av kurser såsom t.ex. utbildning som ges av PRI-Academy när det gäller integrering av hållbarhet i investeringsprocessen. Fonderna har även haft ett stort antal besökande relevanta externa talare och även deltagit i en mängd forum för diskussion kring hur en fortsatt utveckling av arbetet med integration av hållbarhet kan ske. Även inom Etikrådet har det skett en kontinuerlig

kompetensutveckling och Etikrådet bjuder in experter inom olika områden till sina interna möten. Etikrådet arrangerar även externa möten och seminarium, t.ex. bjöd Etikrådet hösten 2014 in ett trettio-tal svenska företag till ett seminarium kring hur man ska tolka och använda FN:s vägledande principer för företag och mänskliga rättigheter, de s.k. Ruggie-principerna.

7. Har Första–Fjärde AP-fonderna under året arbetat för att etablera och utveckla gemensamma fokusområden för ESG integration inom ramen för Etikrådet?

Nej, Etikrådet har inte arbetat med gemensamma fokusområden eftersom Etikrådet inte arbetar med integration av hållbarhet i förvaltning. Däremot har Etikrådet under året påbörjat ett arbete med att mer strukturerat utarbeta ett antal prioriterade fokusområden i det dialogarbete som Etikrådet bedriver. Detta arbete kommer att slutföras under 2015.

8. Har Första–Fjärde AP-fonderna inom ramen för Etikrådet verkat för en mer proaktiv kommunikation? Om inte har fonden tagit egna initiativ inom detta område?

Ja, Första–Fjärde AP-fonderna har inom ramen för Etikrådet utvecklat en mer proaktiv kommunikation, och som en del av det har Etikrådet sett över och förnyat sin hemsida. Representanter för Etikrådet har under 2014 deltagit i ett stort antal seminarier och möten och även haft ett betydande antal möten med NGOer och media. Dessutom tog Första–Fjärde AP-fonderna under 2014 initiativet till en gemensam hemsida, [www.apfonderna.se](http://www.apfonderna.se) för att förtydliga informationen kring AP-fonderna.

Sjätte AP-fonden har under 2014 fortsatt att vidareutveckla processer och utvärderingsmetoder kopplade till de fokusområden som tidigare beslutats. Utöver integration av hållbarhet i det dagliga investeringsarbetet, har ett annat fokusområde varit anti-korruption. För 2015 har Sjätte AP-fonden definierat ett antal utvecklingsinitiativ och förbättringsområden som har stämts av med fondens styrelse. Sjätte AP-fonden har även vidareutvecklat processer och utvärderingsmetoder avseende fondens interna och externa hållbarhetsarbete. Ett konkret exempel är att en modell för utvärdering av riskkapitalfonders hållbarhetsarbete har konstruerats. Fonden har under året utökat resurser för hållbarhetsarbete genom att anställa en specialist med tio års erfarenhet av att arbeta med ansvarsfulla och hållbara investeringar. Fonden har fokuserat på utbildning för personalen under 2014 och alla investeringsansvariga har t.ex. genomgått en utbildning i anti-korruption, människorätt, arbetsvillkor och miljöansvar.

Sjunde AP-fonden har under 2014 efter kartläggning och dokumentation av existerande interna hållbarhetsprocesser genomfört ett omfattande utvecklingsarbete för att förtydliga existerande arbetssätt inom hållbarhet och tillfoga nya arbetssätt. Den största förändringen är att Sjunde AP-fonden vid sidan av den breda normbaserade grundmodellen även har börjat arbeta med avgränsade fördjupningsteman. Arbetet med det första sådant tema, att utveckla ESG arbetet i onoterade bolag påbörjades under

2014. Sjunde AP-fonden har ökat både externa och interna resurser inom framför allt påverkan och kommunikation men även att Sjunde AP-fondens medarbetare avsätter mer tid till hållbarhet. Fonden har rekryterat en hållbarhetsstrateg, och har även anordnat ett antal internutbildningar med hela personalen när det gäller hållbarhet under 2014.

Regeringen konstaterar att utvecklingen av hållbarhetsarbetet inom AP-fonderna har fortsatt under 2014 och att AP-fonderna har på olika sätt har tagit utgångspunkt i McKinseys rekommendationer i detta fortsatta arbete. Regeringen tycker detta är positivt och förväntar sig att arbetet att integrera hållbarhet fortsätter att vara en högt prioriterad fråga för AP-fonderna. Regeringen anser att en speciellt viktig del av arbetet är att fonderna kontinuerligt utvärderar de risker som finns när det gäller exponering mot företag med verksamhet inom fossilt bränsle, detta för att säkra pensionskapitalets avkastning.

Regeringen tycker det är av stor vikt att Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna nyligen har redovisat koldioxidavtrycket för respektive fonds aktieportfölj och att Sjätte AP-fonden har genomfört en första klimatanalys av det koldioxidutsläpp som fonden finansiera genom sina investeringar trots de utmaningar som finns med att göra en sådan mätning för onoterade tillgångar. Regeringen understryker vikten av fonderna fortsätter att utveckla redovisningen av den klimatpåverkan som respektive AP-fonds investeringar finansierar och att fonderna dessutom arbetar aktivt för att redovisningen blir mer jämförbar mellan de övriga AP-fonderna, med andra finansiella aktörer och även över tid med fondens egen historik. Under senare tid har frågan om investeringar i kärnvapenrelaterad industri särskilt uppmärksammats. Regeringen avser återkomma till denna frågeställning.

### *Ägarstyrning*

I McKinseys utökade hållbarhetsrapport från 2013 konstaterades det att Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna ägarpolicyer och Första–Fjärde AP-fondernas ägar rapporter är mer detaljerade och omfattande, än de svenska fonder som McKinsey jämfört med. Detaljnivån ökar transparensen, och det är i linje med regeringens önskan om god transparens när det gäller ägarstyrning. Däremot är det inte helt lätt att utifrån fondernas omfattande publicerade material såsom ägarpolicy och ägar rapport få en tydlig och övergripande bild av ägarstyrningsarbetet, hur strategiskt förankrad processen är i styrelsen, vilka frågor som prioriteras under en viss bolagsstämmosäsong och vad resultatet av arbetet har blivit. Regeringen anser att det är viktigt att ägarstyrningen är transparent, framför allt då en stor del av ägarstyrningsarbetet i innehav med betydande inflytande sker i form av muntliga dialoger mellan respektive fond och portföljbolagen. Första–Fjärde AP-fonderna har under 2014 fortsatt att utveckla kommunikation kring hur dialoger förs med svenska bolag och även kring hur fonderna arbetat med ägarstyrning i utländska bolag. Hur detaljerad information som fonderna ger skiljer sig dock fortsatt åt, och även hur den presenteras, vilket gör att det fortsatt inte är lätt tillgängligt att få en tydlig och övergripande bild av AP-fondernas ägarstyrningsarbete. Regeringen anser att det är betydelsefullt att AP-fonderna

fortsätter att utveckla en transparent och jämförbar kommunikation kring hur de agerar som ägare.

När det gäller Sjätte AP-fonden, så är aktiv ägarstyrning och engagemang i alla innehav kärnan i fondens investeringsstrategi, eftersom deras relativt stora ägarandelar i allmänhet innebär större inflytande. Detta innebär att fonden arbetar på ett annat sätt med ägarstyrning än Första-Fjärde och Sjunde AP-fonderna. Sjätte AP-fonden har under 2014 fortsatt att utveckla sin aktiva ägarstyrningsmodell, framför allt inom hållbarhetsområdet vilket regeringen anser är positivt.

## 6.2 Övriga förvaltningsfrågor

**Regeringens bedömning:** Det är viktigt att AP-fonderna har en god intern styrning och kontroll så att förtroende för fonderna och pensionssystemet säkerställs. Därför är de granskningar som görs inom området av revisorerna av stor vikt. Det är positivt att revisorerna i granskningen av den interna kontrollen hade ett begränsat antal synpunkter och att fonderna i dessa fall har åtgärdat det som revisorerna hade synpunkter kring. 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. Detta för att minska risken för onödig variation i avgiftsuttaget i det korta perspektivet men även för att det finns behov av ett balanserat överskott.

**Regeringens bedömning i föregående års skrivelse:** Det är viktigt att AP-fonderna har en god intern styrning och kontroll så att förtroende för fonderna och pensionssystemet säkerställs. Därför är de granskningar som görs inom området av revisorerna och, i förekommande fall av Riksrevisionen, av stor vikt.

Riksrevisionen granskade 2013 Sjunde AP-fonden och riktade allvarlig kritik mot den interna styrningen och kontrollen i fonden. Det kan dock noteras att Sjunde AP-fonden förstärkt dessa funktioner och att intern styrning och kontroll i dag är i nivå med vad som gäller för privata fondbolag.

Vad gäller den årliga revisionen ser regeringen allvarligt på de direktupphandlingar som skett i Fjärde AP-fonden 2013 och utgår i från att fonden sett över rutinerna och säkerställt att reglerna för upphandling följs framöver.

### Skälen för regeringens bedömning

#### *Revisorernas kommentarer i den årliga revisionen*

Inom ramen för revisionen, gör revisorerna en bedömning av hur AP-fondernas interna kontroll fungerar. Generellt sett konstaterar revisorerna att det inte har framkommit något under revisionen för verksamhetsåret 2014 som tyder på att det skulle föreligga väsentliga brister i fondernas interna kontroll. Revisorerna markerar inom ett antal områden om det finns iakttagelser och hur signifikanta de är. Under 2014 gjorde revisorerna inga signifikanta iakttagelser när det gäller intern kontroll, medan



de gjorde ett fåtal viktiga iakttagelser. I dessa fall har respektive fond vidtagit åtgärder för att åtgärda det som revisorerna har lyft fram. Regeringen anser att det är av stor vikt att AP-fonderna fortsätter att arbeta med kontinuerlig utveckling av alla aspekter av intern kontroll.

Revisorerna har som en del av revisionsuppdraget genomfört en granskning av ersättningar till ledande befattningshavare i AP-fonderna, dels i relation till regeringens riktlinjer som utfärdades den 20 april 2009, dels i enlighet med FARs rekommendationer för ersättningar till ledande befattningshavare i aktiemarknadsbolag. Revisorerna noterar att fonderna i allt väsentligt har följt regeringens riktlinjer och att de få avvikelser som finns relaterar till uppsägningstid till ledande befattningshavare med kontrakt skrivna långt före riktlinjerna fastställdes. Regeringen anser det angeläget att AP-fonderna har fortsatt starkt fokus på ersättningar, eftersom det är av stor betydelse för allmänhetens förtroende för AP-fonderna.

### *Sjunde AP-fondens finansiella ställning*

Sjunde AP-fonden får, enligt lagen om allmänna pensionsfonder, ur var och en av de förvaltade fonderna ta ut medel för de förvaltningskostnader som uppkommit för respektive fond. Om kostnaderna avser flera av fonderna, ska de fördelas mellan fonderna på ett skäligt sätt (5 kap. 1 § tredje stycket). I praktiken sker detta uttag på samma sätt som ett fondbolag normalt tar ut sin förvaltningsavgift ur en värdepappersfond. Avgiften uttrycks i form av en procentsats av det förvaltade kapitalet och beräknas dagligen utifrån det aktuella marknadsvärdet. På så sätt blir avgiften rättvist fördelad mellan spararna i en fond som hela tiden är öppen för inlösen och utgivning av fondandelar.

När Sjunde AP-fonden startade sin verksamhet under hösten 2000 fanns det skäl att utjämna avgiftsuttaget över en längre period, eftersom de första årgångarnas sparare annars skulle få bära en oskäligt stor andel av etablerings- och uppbyggnadskostnaderna för verksamheten. Detta hade inte förutsetts i lagstiftning, men efter förslag i budgetpropositioner och beslut av riksdagen har Sjunde AP-fonden sedan starten disponerat en rörlig kredit i Riksgäldskontoret för att finansiera ett balanserat underskott. Avsikten var att det balanserade underskottet skulle vara avvecklat senast år 2020 (prop. 2014/15:1 utgiftsområde 2 s. 56). På så sätt har avgiftsuttaget kunnat hållas på en nivå som inneburit långsiktig kostnadstäckning och samtidigt rättvis fördelning mellan spararna under de första årens verksamhet.

Då krediten nu är amorterad och Sjunde AP-fonden genererat ett överskott redan för år 2014 om 76,6 miljoner, är det rimligt att diskutera behovet av att Sjunde AP-fonden har en kredit hos Riksgäldskontoret. Kostnaderna skulle kunna helt och hållet finansieras genom avgiftsuttag ur de förvaltade fonderna. Dock är det så att eftersom basen för avgiften utgörs av marknadsvärdet av det förvaltade kapitalet som kan förväntas variera betydligt över tiden, riskerar även avgiftsuttaget att variera betydligt framöver. Basen för avgiften påverkas i betydande omfattning av värdeutvecklingen för de tillgångar i vilka fondernas medel är placerade. Dessutom förstärks effekten av Sjunde AP-fondens hävstång som ökar risken i förvaltningen. Utan en kredit eller ett mindre balanserat

överskott eller en kombination av de två, riskerar avgiftsuttaget variera onödigt mycket över tid. Detta ska dock ställas mot att det balanserade överskottet endast kan placeras på räntebärande konto hos kreditinstitut. Avkastningen över tid på ett sådant konto kan förväntas vara lägre än avkastningen i fonden.

I en skrivelse till regeringen i februari 2015, har Sjunde AP-fonden anfört att fonden liksom tidigare bör få disponera dels ett räntekonto med kredit på högst 40 miljoner kronor, dels en låneram för finansiering av anläggningstillgångar på fem miljoner kronor. Fonden anser att den är fortsatt sårbar för minskning av förvaltad kapital och att överskottet ännu inte ännu tillräckligt stort för att hantera en kraftig global börsnedgång. Detta är anledningen till att fonden anser att det fortsättningsvis kvarstår ett behov av ett kreditutrymme för att finansiera tillfälliga likviditetsbehov, eftersom fonden inte får ta upp banklån. Regeringen instämmer i att det är rimligt att Sjunde AP-fonden, trots att fonden genererat ett överskott 2014, bibehåller en viss rörlig kreditfacilitet i Riksgäldskontoret, för att på så sätt minska risken för onödig variation i avgiftsuttaget i det korta perspektivet. Detta minskar även behovet av ett balanserat överskott. Sjunde AP-fonden beslutade 2013 som en följd av den starka tillväxten i det förvaltade kapitalet om en avgiftsänkning fr.o.m. 2014 med 0,02 procentenheter till 0,12 procent för AP7 Aktiefond och med 0,03 procentenheter till 0,05 procent för AP7 Räntefond.

## 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:

1. utse styrelser, inklusive ordförande och vice ordförande,
2. utse revisorer,
3. fastställa fondernas resultat- och balansräkningar, och
4. 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 revisorerernas 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 stämموvalda 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 realiseras. Behovet av en lång horisont för utvärdering motiveras ytterst av fondernas långsiktiga uppdrag. Utvärderingen måste trots det avse en jämförelsevis begränsad period eftersom det annars kan vara alltför sent att dra slutsatser och att vidta sådana åtgärder som utvärderingen kan komma att motivera. Det faktum att styrelseledamöternas uppdrag är begränsat i tiden talar också för en jämförelsevis begränsad period för utvärdering. Utvärderingen av styrelsernas strategiska beslut kan dock inte upphöra att ta hänsyn till AP-fondernas uppdrag, som det framgår av lag och förarbeten.

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

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

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

## Riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna

### *Inledning*

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



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

Det är viktigt att styrelserna behandlar frågor om ersättning till de ledande befattningshavarna på ett medvetet, ansvarsfullt och transparent sätt och att styrelserna försäkras 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 uppsägningslön och avgångsvederlag utgår. Vid uppsägning från den anställdes sida ska inget avgångsvederlag utgå. Avgångsvederlag utbetalas aldrig längre än till 65 års ålder.

### *Redovisning*

AP-fonderna ska redovisa ersättningar till de ledande befattningshavarna på motsvarande sätt som noterade företag. Det innebär att AP-fonderna ska iaktta de särskilda regler om redovisning av ersättningar till de ledande befattningshavarna som gäller för noterade företag och publika aktieföretag. Reglerna för detta återfinns huvudsakligen i aktieföretagslagen (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. 2014/15:130

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.

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 placera fondkapitalet på den svenska riskkapitalmarknaden med inriktning mot små och medelstora företag.

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.

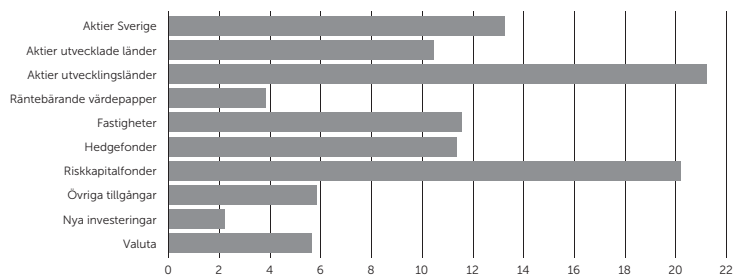
## ÅRET I KORTHET

Årets utveckling innebär att Första AP-fondens avkastning överträffar fondens långsiktiga mål om en genomsnittlig avkastning på 5,5 procent efter kostnader både under 2014 och under tioårsperioden 2005–2014. Sedan starten 2001 har Första AP-fonden avkastat 153,8 mdkr efter kostnader. Fonden har därmed levererat 83 mdkr över inkomstindex.

- Resultatet för 2014 uppgick till 36 424 mkr (25 687) efter kostnader. Det motsvarar en avkastning på 14,6 procent (11,2) efter kostnader. De senaste tio åren har fondens genomsnittliga avkastning uppgått till 6,9 procent efter kostnader.
- Även 2014 var ett år med hög avkastning, främst för fondens investeringar i utvecklingsländer och riskkapitalfonder.
- För sjätte året i rad var nettoflödet till pensions-systemet negativt. Första AP-fonden har betalat ut drygt 21,1 mdkr sedan 2010, varav 5,1 mdkr under 2014, för att täcka det löpande avgiftsunderskottet i inkomstpensionssystemet.
- Fondens förvaltningskostnader var 456 mkr (350) vilket motsvarar 0,17 procent (0,14) av genomsnittligt förvaltad kapital.
- Första AP-fondens styrelse beslutade att höja fondens avkastningsmål till en real avkastning på 4,0 procent efter kostnader över rullande tioårsperioder. Det nya målet gäller från och med 1 januari 2015.



Avkastning per tillgångsslag 2014, procent



Femårsöversikt i sammandrag

Mkr	2014	2013	2012	2011	2010
Avkastning före kostnader, %	14,8	11,3	11,4	-1,7	10,3
Förvaltningskostnadsandel, %	0,17	0,14	0,14	0,12	0,13
Avkastning efter kostnader, %	14,6	11,2	11,3	-1,9	10,2
Resultat efter kostnader, mdkr	36,4	25,7	24,2	-4,2	20,5
Nettoflöden, mdkr	-5,1	-6,9	-3,8	-1,2	-4,0
Fondkapital vid årets slut, mdkr	283,8	252,5	233,7	213,3	218,8
<b>Exponering, %</b>					
Aktier	48,9	49,2	47,4	49,2	60,3
–varav svenska aktier	11,6	12,0	11,4	12,6	15,7
Räntebärande värdepapper	30,9	31,2	36,4	40,9	32,5
–varav räntebärande inom övriga tillgångar	3,3	1,5			
Fastigheter	8,8	8,8	7,7	5,6	5,0
Hedgefonder	5,9	4,9	4,3	0,2	0,3
Riskkapitalfonder	4,4	3,3	3,2	2,8	2,0
Övriga tillgångar	4,3	3,8	0,0	0,0	0,0
Nya investeringar	1,3	1,0	0,7	0,6	0,7
Valuta	35,1	29,2	27,4	21,3	24,0
Andel extern förvaltning, %	34,6	37,1	39,3	41,4	43,7



## RESULTATRÄKNING

Mkr	Not	2014-12-31	2013-12-31
<b>Rörelsens intäkter</b>			
Räntenetto	1	2 626	3 063
Erhållna utdelningar		3 999	3 451
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	2	8 549	16 635
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	3	6 046	4 405
Nettoresultat räntebärande tillgångar		3 888	-2 171
Nettoresultat, derivatinstrument		-2 310	1 462
Nettoresultat, valutakursförändringar		14 082	-811
Övriga intäkter			3
Provisionskostnader	4	-279	-189
<b>Summa rörelsens intäkter</b>		<b>36 601</b>	<b>25 848</b>
<b>Rörelsens kostnader</b>			
Personalkostnader	5	-120	-110
Övriga förvaltningskostnader	6	-57	-51
<b>Summa rörelsens kostnader</b>		<b>-177</b>	<b>-161</b>
<b>Resultat</b>		<b>36 424</b>	<b>25 687</b>

## BALANSRÄKNING

Mkr	Not	2014-12-31	2013-12-31
<b>Tillgångar</b>			
Aktier och andelar, noterade	7	132 907	119 599
Aktier och andelar, onoterade	8	60 617	45 007
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	9	90 567	82 327
Derivat	10	622	1 926
Kassa och bankmedel		2 112	2 921
Övriga tillgångar	11	162	333
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	12	866	891
<b>Summa tillgångar</b>		<b>287 853</b>	<b>253 006</b>
<b>Skulder</b>			
Derivat	10	3 908	241
Övriga skulder	13	89	219
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	14	45	39
<b>Summa skulder</b>		<b>4 042</b>	<b>499</b>
<b>Fondkapital</b>			
	15		
Ingående fondkapital		252 507	233 700
Nettobetalingar mot pensionssystemet		-5 120	-6 880
<b>Årets resultat</b>		<b>36 424</b>	<b>25 687</b>
<b>Summa Fondkapital</b>		<b>283 811</b>	<b>252 507</b>
<b>Summa Fondkapital och skulder</b>		<b>287 853</b>	<b>253 006</b>
Poster inom linjen	16	20 142	12 174

## NOTER

Första AP-fonden, organisationsnummer 802005-7538, är en av buffertfonderna inom det svenska pensionssystemet med säte i Stockholm. Årsredovisning för räkenskapsåret 2014 har godkänts av styrelsen den 18 februari 2015. Resultaträkning och balansräkning skall fastställas av regeringen.

## REDOVISNINGS- OCH VÄRDERINGSPRINCIPER

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

Fondernas redovisnings- och värderingsprinciper anpassas successivt till den internationella redovisningsstandarden, IFRS. Eftersom IFRS är under 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. Mot nu gällande IFRS är enda större skillnaden att koncernredovisning och kassaflödesanalys ej upprättas. Redovisningsprinciperna avseende nettoredovisning av ej likviderade fordringar och ej likviderade skulder samt repor och derivatinstrument har anpassats till IFRS (IAS 32) regler. Principförändringen påverkar endast posterna "Övriga tillgångar" respektive "Övriga skulder" i balansräkningen. Jämförelsesiffrorna för föregående år har omräknats. Övriga 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 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 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 tillgångsslag ingår således såväl realiserade som orealiserade resultat. Nedan beskrivs hur verkligt värde fastställs för fondens olika placeringar.

### Noterade aktier och andelar

För aktier och andelar som är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms

verkligt värde utifrån balansdagens officiella marknadsnotering enligt fondens valda indexleverantör (MSCI, SIX,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 substansvärdeometoden 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 räntetäkt redovisas ränta beräknad enligt effektivräntemetoden baserat på upplupet anskaffningsvärde. Det upplupna anskaffningsvärdet är det diskonterade nuvärdet av framtida betalningar, där diskonteringsräntan utgörs av den effektiva räntan vid anskaffningstidpunkten. Detta innebär att förvärvade över- och undervärden periodiseras under återstående löptid eller till nästa räntestjusteringstillfälle och ingår i redovisad räntetäkt.

#### 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 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 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 aktuellt tillgångsöverslag 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 förvärvat 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. Kostnadsford mervärdesskatt inkluderas i respektive kostnadspost.

<b>NOT 1 Räntenetto</b>			
Mkr	2014	2013	
<b>Ränteintäkter</b>			
Obligationer och andra räntebärande värdepapper	2 364	2 484	
Derivat	431	733	
Övriga ränteintäkter	13	10	
<b>Summa ränteintäkter</b>	<b>2 808</b>	<b>3 227</b>	
<b>Räntekostnader</b>			
Derivat	-182	-164	
Övriga räntekostnader	0	0	
<b>Summa räntekostnader</b>	<b>-182</b>	<b>-164</b>	
<b>Summa räntenetto</b>	<b>2 626</b>	<b>3 063</b>	

<b>NOT 2 Nettoresultat, noterade aktier och andelar</b>			
Mkr	2014	2013	
Nettoresultat	8 598	16 696	
Avgår courtage	-49	-61	
<b>Nettoresultat, noterade aktier och andelar</b>	<b>8 549</b>	<b>16 635</b>	

<b>NOT 5 Personal</b>	<b>2014</b>			<b>2013</b>		
	Totalt	Män	Kvinnor	Totalt	Män	Kvinnor
Antal anställda	51	36	15	49	36	13
Medelantal anställda	51	35	16	52	38	14
Antal anställda vid årets utgång <sup>1</sup>	5	4	1	6	5	1
Antal personer i ledningsgruppen 2014-12-31						

1) Vid utgången av 2013 var två personer projektanställda.

<b>NOT 3 Nettoresultat, onoterade aktier och andelar</b>			
Mkr	2014	2013	
Realisationsresultat	69	986	
Realiserade värdeändringar	5 977	3 419	
<b>Nettoresultat, onoterade aktier och andelar</b>	<b>6 046</b>	<b>4 405</b>	

En metodutveckling för värdering av innehav i onoterade fastighetsbolag har skett i syfte att säkerställa en värdering till verkligt värde. Fr.o.m. 2013 värderas därför uppskjuten skatt till ett värde som används vid fastighetstransaktioner, vilket skiljer sig från den värdering som sker i fastighetsbolagens balansräkningar. Den ändrade metoden för beräkning av verkligt värde har påverkat 2013 års resultat med 1 175 mkr varav 850 mkr avser tidigare år. Värdeändringen är huvudsakligen hänförlig till fondens innehav i Vasakronan.

<b>NOT 4 Provisionskostnader</b>			
Mkr	2014	2013	
Externa förvaltningsarvoden, noterade tillgångar	-153	-104	
Externa förvaltningsarvoden, onoterade tillgångar	-109	-70	
Övriga provisionskostnader, inklusive depåbankskostnader	-17	-15	
<b>Provisionskostnader</b>	<b>-279</b>	<b>-189</b>	

I provisionskostnader ingår inte prestationsbaserade kostnader. Dessa har under året uppgått till 34 mkr (46 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 84 mkr (85 mkr) redovisats som en del av tillgångens anskaffningsvärde.

Personalkostnader 2014, tkr	Löner och arvoden	Pensionskostnader	Varav lönevaxling	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					
<b>Summa personalkostnader</b>					<b>120 340</b>

Personalkostnader 2013, tkr	Löner och arvoden	Pensionskostnader	Varav lönevaxling	Sociala kostnader <sup>1)</sup>	Summa
Styrelsens ordförande	113			36	149
Övriga styrelseledamöter (8 pers)	508			154	662
VD	2 724	2 387	1 260	1 435	6 546
<b>Ledningsgrupp exklusive VD</b>					
Chef Allokering	2 494	676	80	948	4 118
Chef Ägarstyrning och kommunikation	1 607	640	13	660	2 907
Chef Affärsstöd	1 531	1 405	252	822	3 758
Chef Extern förvaltning och Alternativa investeringar	2 552	819	302	1 001	4 372
Chef HR	1 320	600	63	560	2 480
Övriga anställda	46 434	17 590	2 041	18 683	82 707
<b>Summa</b>	<b>59 283</b>	<b>24 117</b>	<b>4 011</b>	<b>24 299</b>	<b>107 699</b>
Övriga personalkostnader					
<b>Summa personalkostnader</b>					<b>109 764</b>

1) I sociala kostnader inkluderas även kostnad för löneskatt.

2) Inklusive kostnad för ersättning för utbetald 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 2014.

### 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 uppsägningsslön som avgångsvederlag ska avräknas mot ersättning från ny

anställning eller inkomst av näringsverksamhet under utbetalningsperioden. Avgångsvederlag utbetalas aldrig längre än till 65 års ålder. Chefen för allokering och chefen för extern förvaltning och AI lämnade ledningsgruppen under 2014. En ny chef för kapitalförvaltningen tillträdde och tog plats i ledningsgruppen. Förändringarna påverkar jämförelsesiffrorna för 2013 och 2014.

### 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 premiebestämd 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 premiebestämd samt BTP2 som är förmånsbestämd.

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

**NOT 6 Övriga förvaltningskostnader**

Tkr	2014	2013
Lokalkostnader <sup>1</sup>	-10 448	-10 559
Köpta tjänster	-16 382	-11 439
Informations- och datakostnader	-24 298	-21 914
Övriga administrativa kostnader	-5 613	-6 911
<b>Övriga förvaltningskostnader</b>	<b>-56 741</b>	<b>-50 823</b>
I beloppet för köpta tjänster ingår ersättning till revisionsbyråer enligt nedanstående fördelning:		
<b>Ernst &amp; Young:</b>		
Revisionsuppdrag	-929	-1 261
Revisionsverksamhet utanför revisionsuppdraget	-23	-312
Övriga uppdrag <sup>2</sup>	-1 704	-584
	<b>-2 656</b>	<b>-2 157</b>
<b>KPMG</b>		
Övriga uppdrag <sup>3</sup>	-168	-155

- 1) Första AP-fonden hyr kontorlokaler av Vasakronan till marknadsmässiga villkor.
- 2) Rådgivning bolagsstruktur, fastighets- och PE-investeringar samt skatterådgivning PE-investeringar.
- 3) Rådgivning och hantering av återbetalning av källskatt inom EU.

**NOT 7 Noterade aktier och andelar**

Marknadsvärde, mkr	2014-12-31	2013-12-31
Svenska aktier	30 158	28 355
Utländska aktier	87 970	75 584
Andelar i svenska fonder		-
Andelar i utländska fonder	14 779	15 660
<b>Totalt marknadsvärde</b>	<b>132 907</b>	<b>119 599</b>

Per 2014-12-31 hade Första AP-fonden utlånat aktier till ett värde av 1,1 mdkr. Som säkerhet har statsobligationer till ett värde av 1,2 mdkr mottagits. Den utlånade positionen och säkerheten marknadsvärderas dagligen. Säkerheten skall uppgå till minst 102 procent.

Fem största svenska aktieinnehaven	Antal	Marknadsvärde, mkr
Hennes & Mauritz B	12 637 869	4 115
Nordea Bank	34 083 577	3 098
Swedbank	13 290 483	2 598
Atlas Copco A o B	11 184 416	2 355
Skandinaviska Enskilda Banken A	22 606 509	2 251
<b>Totalt</b>		<b>14 417</b>

Fem största utländska aktieinnehaven	Antal	Marknadsvärde, mkr
Astra Zenaca Plc	1 978 379	1 084
Taiwan Semiconductor	10 436 197	906
ABB AG-Bearer	5 344 913	887
Samsung Electronics Co	163 515	858
Deere & Co	1 209 587	838
<b>Totalt</b>		<b>4 573</b>

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

**NOT 8 Onoterade aktier och andelar**

Verkligt värde, mkr	2014-12-31	2013-12-31
Svenska onoterade aktier och andelar: dotter- och intressebolag	14 912	11 010
Utländska onoterade aktier och andelar: dotter- och intressebolag	655	466
Övriga onoterade aktier och andelar	45 050	33 537
<b>Totalt</b>	<b>60 617</b>	<b>45 007</b>

Intresse- och dotterbolag	Säte	Org.nr	Antal	Ägarandel %	Verkligt värde, mkr
<b>Svenska Aktier och Andelar, intresse- och dotterbolag</b>					
Vasakronan Holding AB	Stockholm	556650-4196	1 000 000	25	6 949
Citihold Properties AB	Stockholm	556845-8631	2 820 342	50	2 130
Willhem AB	Göteborg	556797-1295	100 000	100	5 833
<b>Totalt</b>					<b>14 912</b>

Utländska Aktier och Andelar, intresse- och dotterbolag	Säte	Org.nr	Antal	Ägarandel %	Verkligt värde, mkr
First Australian Farmland Pty Ltd	Australien	155 718 013,0	15 000 000	100	213
ASE Holdings S.ä.r.l	Luxemburg	B 169327	37 780	38	442
<b>Totalt</b>					<b>655</b>

Fem största innehav onoterade aktier och andelar	Säte	Org.nr	Andel %	Anskaffningsvärde, mkr
Bridgewater Tailored All Weather Fund L.P.	Cayman Öarna		100	9 630
Triangular Fund LP	Cayman Öarna		100	8 512
Hamilton Lane, Private Equity	USA		99	2 848
LGT, Private Equity	Guernsey		99	2 759
WP North America, Private Equity	USA		99	2 462

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	2014-12-31	2013-12-31
<b>Fördelning på emittenttyp</b>		
Svenska staten	7 347	9 847
Svenska kommuner	1 131	274
Svenska bostadsinstitut	7 604	8 220
<b>Övriga svenska företag</b>		
Finansiella företag	11 413	9 705
Icke-finansiella företag	11 117	13 285
Utländska stater	31 855	22 818
Övriga utländska emittenter	20 100	18 178
<b>Totalt</b>	<b>90 567</b>	<b>82 327</b>
<b>Fördelning på instrumenttyp</b>		
Realränteb obligationer	22 960	20 675
Övriga obligationer	49 838	46 369
Statskuldsväxlar		
Certifikat		
Övriga instrument	17 769	15 283
<b>Totalt</b>	<b>90 567</b>	<b>82 327</b>

**NOT 10 Derivat**

Mkr	2014-12-31		2013-12-31	
	Nominellt värde	Verkligt värde	Nominellt värde	Verkligt värde
<b>Derivatinstrument med positiva verkliga värden</b>				
Valutaterminer	2 388	479	71 243	1 891
Ränteterminer	3 636	8	36 557	
Aktierminer	12 476	6	5 967	2
Swappar	505	6	1	1
<b>Aktieoptioner</b>				
Innehavda, sälj	2 166	22	133	6
Innehavda, köp	1 642	107	885	26
<b>SUMMA</b>	<b>22 813</b>	<b>622</b>	<b>114 786</b>	<b>1 926</b>
varav clearat	19 079		43 179	
<b>Derivatinstrument med negativa verkliga värden</b>				
Valutaterminer	91 531	3 774	13 918	161
Ränteterminer	22 166		1 866	
Aktierminer	3 884		1 529	
Swappar	2 828	99	8	8
<b>Aktieoptioner</b>				
Utställda, köp	220	4	186	26
Utställda, sälj	4 360	31	1 229	46
<b>Summa</b>	<b>124 989</b>	<b>3 908</b>	<b>18 736</b>	<b>241</b>
varav clearat	30 630		3 395	

Ingen derivatposition med negativt verkligt värde har en löptid överstigande 12 mån.

**NOT 11 Övriga tillgångar**

Mkr	2014-12-31	2013-12-31
Fondlikvider	26	241
Fordran utländska skattemyndigheter	127	90
Övriga tillgångar	9	4
<b>Övriga tillgångar</b>	<b>162</b>	<b>335</b>

**NOT 12 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter**

Mkr	2014-12-31	2013-12-31
Upplupna ränteintäkter	753	802
Upplupna utdelningar	103	80
Övriga förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	10	9
<b>Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter</b>	<b>866</b>	<b>891</b>

**NOT 13 Övriga skulder**

Mkr	2014-12-31	2013-12-31
Fondlikvider	66	203
Övrigt	23	16
<b>Övriga skulder</b>	<b>89</b>	<b>219</b>

**NOT 14 Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader**

Mkr	2014-12-31	2013-12-31
Upplupen prestationsbaserad avgift	0	0
Upplupna förvaltararvoden	25	26
Övriga upplupna kostnader	20	13
<b>Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader</b>	<b>45</b>	<b>39</b>

**NOT 15 Fondkapital**

Mkr	2014	2013
<b>Ingående fondkapital</b>	<b>252 507</b>	<b>233 700</b>
<b>Nettobetaling mot pensionssystemet:</b>		
Inbetalda pensionsavgifter	58 880	56 839
Utbetalda pensionsmedel	-63 775	-63 490
Överflyttning av pensionsrätter till EG	-2	-2
Reglering av pensionsrätter	1	3
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	-224	-230
<b>Summa nettobetaling mot Pensionssystemet</b>	<b>-5 120</b>	<b>-6 880</b>
Årets resultat efter kostnader	36 424	25 687
<b>Utgående fondkapital</b>	<b>283 811</b>	<b>252 507</b>

**NOT 16 Poster inom linjen**

Mkr	2014	2013
<b>För egen skuld ställda panter och jämförlig säkerhet</b>		
Utlånade värdepapper mot annan säkerhet <sup>1</sup>	1 092	363
Utlånad säkerhet för termsaffär	2 115	1 678
Utlånad säkerhet för OTC-transaktioner <sup>2</sup>	3 247	136
<b>Övriga ställd pant och jämförlig säkerhet</b>	<b>6 454</b>	<b>2 177</b>
Investeringsåtaganden onoterade innehav	13 688	9 997
<b>Åtaganden</b>	<b>13 688</b>	<b>9 997</b>
<b>Summa poster inom linjen</b>	<b>20 142</b>	<b>12 174</b>
<sup>1</sup> Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper:	1 162	383
<sup>2</sup> Erhållna säkerhet för OTC-transaktioner	180	161



**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. 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 värderas mindre frekvent än dagligen, exempelvis veckovis eller varannan vecka. Ett fåtal fondinnehav med noterade innehav i underliggande värderas endast månadsvis.

För så kallade OTC-derivat, baseras värderingen på antingen teoretisk modellvärdering eller på värdering från extern part. För fondens innehav i valutaterminer baseras värderingen på en teoretisk modellvärdering, där modellens subjektiva inslag i dagsläget uteslutande är valet av räntekurvor och metod för beräkning och uppskattning av framtida värde (interpolering och extrapolering). Samma metodik används för depositer, 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 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 fastställs vid en normal försäljning mellan två oberoende parter. Första AP-fondens onoterade placeringar utgörs av investeringar i hedgefonder, riskparitetsfonder, private equity fonder, fastighetsbolag och fastighetsfonder. Investeringar i onoterade hedgefonder och riskparitets-

fonder 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 private equity fonder 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 private equity fonder baseras på senaste tillgängliga rapportering. Då rapporteringen från private equity fonder erhålles med en tidsmässig eftersläpning, baseras fondens bokslut i allmänhet på rapportering per den 30 september 2014 justerat för kassaflöden för tiden där-efter och fram till bokslutdagen. I ett läge med långsiktigt stigande avkastning på aktiemarknader innebär detta att fonden har en lägre värdering i bokslutet än den som senare inrapporteras från private equity förvaltare. 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 överlätas 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: Ett finansiellt instrument tillhör nivå 1 om det finns noterade priser på aktiva marknader för identiska tillgångar och skulder och om instrumentet värderas minst var 3:e dag.
- Nivå 2: Finansiella instrument som inte tillhör nivå 1 tillhör istället nivå 2 om det finns noterade priser på inaktiva marknader, om instrumenten värderas mindre frekvent än var 3:e dag, eller om värdet kan härledas från noterade priser.
- 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.

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>

### Finansiella skulder

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>

Finansiella tillgångar och skulder, utgående balans 2013-12-31, mkr	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totalt
<b>Finansiella tillgångar</b>				
Aktier och andelar, noterade	119 599		0	119 599
Aktier och andelar, onoterade	0	722	44 285	45 007
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	72 527	2 472	7 328	82 327
Derivat	0	1 926	0	1 926
<b>Total summa tillgångar värderade till</b>	<b>192 126</b>	<b>5 120</b>	<b>51 613</b>	<b>248 859</b>

### Finansiella skulder

Derivat		-241		-241
<b>Total summa skulder värderade till</b>	<b>0</b>	<b>-241</b>	<b>0</b>	<b>-241</b>
<b>Finansiella tillgångar och skulder</b>	<b>192 126</b>	<b>4 879</b>	<b>51 613</b>	<b>248 618</b>

Förändring nivå 3, mkr	2014	2013
<b>Aktier och andelar, onoterade, ingående balans</b>	<b>44 285</b>	<b>26 650</b>
Omklassificering från nivå 2, ingående balans 2014	722	
Köp	5 632	14 429
Sälj	-1 903	-424
Värdeändring	11 881	3 630
<b>Förändring aktier och andelar, onoterade</b>	<b>16 332</b>	<b>17 635</b>
<b>Aktier och andelar, onoterade, utgående balans</b>	<b>60 617</b>	<b>44 285</b>
<b>Obligationer och andra räntebärande tillgångar, ingående balans</b>	<b>7 328</b>	<b>7 655</b>
Köp	673	440
Sälj	-3 233	-780
Värdeändring	142	13
<b>Förändring obligationer och andra räntebärande tillgångar</b>	<b>-2 418</b>	<b>-327</b>
<b>Obligationer och andra räntebärande tillgångar, utgående balans</b>	<b>4 910</b>	<b>7 328</b>
<b>Summa förändring nivå 3</b>	<b>13 914</b>	<b>17 308</b>

Av ovan redovisad värdeändring var 99% (98%) orealiserat per balansdagen. Fonden har en övervägande andel placeringar i nivå 1 där värderingen är hämtad från oberoende och välnummerade värderingskällor. Noterade aktier i nivå 2 avser noterade fondandelar, där uppdatering av pris sker mindre frekvent än var tredje dag. Under 2014 har ett onoterat innehav omklassificerats från nivå 2 till nivå 3. Fyra noterade innehav har omklassificerats från nivå 1 till nivå 2.

### 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, expected shortfall och andra mått.

Likviditetsrisken är risken att omsättningen i ett instrument är låg, vilket kan leda till en stor skillnad 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 kreditratingsinstitut. 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. Motpartsriskerna 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 ratingsinstitut 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 2014 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. Mättet 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 6,9 procent i årstakt för fondens totala portfölj per den sista december. Tillgångsslaget valuta visar fondens sammantagna valutarisk medan övriga tillgångar i tabellen är säkrade för valutarisk. Tabellen visar diversifieringsvinsten som kommer av att fonden placerar i olika tillgångar som tillsammans minskar fondens risk för förlust jämfört med tillgångarnas risk var för sig.

#### Realiserad risk

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

Första AP-fondens genomsnittliga realiserade risk för den senaste 10 årsperioden var 8,65 procent baserat på denna beräkningsmetodik.

Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonden har även överenskommit att redovisa genomsnittlig realiserad risk under det senaste året för totalportföljen och de tillgångar som marknadsvärderas dagligen. För denna beräkning av standardavvikelse används dagsdata. Den genomsnittliga realiserade risken under året var 5,4 procent för totala portföljen respektive 6,4 procent för den dagligt marknadsvärderade delen av portföljen. Andelen av portföljen som marknadsvärderas dagligen var vid utgången av året 77 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	
	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013
Aktier	8,4	9,5	-18 478	-18 481	-27 396	-26 923	-2 005	-1 146	-1 699	-1 670
Räntebärande	1,1	1,8	-1 623	-2 208	-2 080	-3 074	-1 146	-137	-129	-191
Alternativa Investeringar	11,8	9,7	-7 931	-8 792	-10 490	-14 051	-492	-545	-651	-871
Valuta	9,6	9,5	-10 744	-10 656	-13 215	-13 273	-666	-661	-820	-823
Bidrag från Diversifiering	-2,5	-3,7	6 454	15 005	11 767	22 018	400	931	730	1 366
Likvidportföljen	6,8	6,4	-27 250	-20 656	-34 310	-28 846	-1 690	-1 281	-2 128	-1 789
<b>Portföljen Totalt</b>	<b>6,9</b>	<b>6,0</b>	<b>-32 323</b>	<b>-25 132</b>	<b>-41 413</b>	<b>-35 303</b>	<b>-2 005</b>	<b>-1 559</b>	<b>-2 568</b>	<b>-2 189</b>

**Likviditetsrisk (förfallostruktur), per 31 dec**

Löptid år, mkr	< 1		1 < 3		3 < 5		5 < 10		> 10		Total balans	
	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013
Nominell stat	485	0	526	1 200	8 955	2 303	7 773	9 244	2 668	3 509	20 407	16 256
Nominell kredit	4 428	1 773	10 277	10 451	10 581	10 406	8 868	10 940	2 508	2 473	36 662	36 043
Realt	2 794	155	3 294	4 860	5 658	3 258	5 413	7 878	5 903	4 611	23 062	20 762
<b>Totalt</b>	<b>7 707</b>	<b>1 928</b>	<b>14 097</b>	<b>16 511</b>	<b>25 194</b>	<b>15 967</b>	<b>22 054</b>	<b>28 062</b>	<b>11 079</b>	<b>10 593</b>	<b>80 131</b>	<b>73 061</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 prognosticeras. Fonden kan därmed möta de prognosticerade 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, 10 444 mkr, och innehav med sämre rating, <BBB, i fonder med investeringar i high yield, 7 045 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	
	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013
Nominell stat	7 645	6 704	11 852	7 100	0	0	910	2 453	0	0	20 407	16 256
Nominell kredit	15 191	11 151	2 053	6 350	7 990	8 651	4 383	3 272	7 045	6 619	36 662	36 043
Realt	11 681	9 243	6 230	7 985	0	0	5 151	3 534	0	0	23 062	20 762
<b>Totalt</b>	<b>34 517</b>	<b>27 098</b>	<b>20 135</b>	<b>21 435</b>	<b>7 990</b>	<b>8 651</b>	<b>10 444</b>	<b>9 259</b>	<b>7 045</b>	<b>6 619</b>	<b>80 131</b>	<b>73 061</b>

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

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

2014-12-31, mkr	Brutto- belopp	Nettade belopp i Balansräkning	Nettobelopp i balans- räkningen	Relaterade belopp som inte nettas			Övrigt <sup>1</sup>	Summa i Balans- räkningen
				Finansiella Instrument	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>
2013-12-31, mkr	Brutto- belopp	Nettade belopp i Balansräkning	Nettobelopp i balans- räkningen	Relaterade belopp som inte nettas			Övrigt <sup>1</sup>	Summa i Balans- räkningen
				Finansiella Instrument	Säkerheter erhållna	Netto- belopp		
<b>Tillgångar</b>								
Ej likviderade tillgångar	649	649	0	-	-	0	241	241
Derivat	1 899	-	1 899	170	0	1 729	27	1 926
<b>Summa tillgångar</b>	<b>2 548</b>	<b>649</b>	<b>1 899</b>	<b>170</b>	<b>0</b>	<b>1 729</b>	<b>268</b>	<b>2 167</b>
<b>Skulder</b>								
Ej likviderade skulder	651	649	2	-	-	2	201	203
Derivat	223	-	223	170	0	53	18	241
<b>Summa skulder</b>	<b>874</b>	<b>649</b>	<b>225</b>	<b>170</b>	<b>0</b>	<b>55</b>	<b>219</b>	<b>444</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 nettoredovisas 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 erlägga likvid netto eller realisera tillgången och erlägga

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 aveckla positionerna samtidigt.

## 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 18 februari 2015

Urban Karlström  
*Ordförande*

Annika Sundén  
*Vice ordförande*

Göran Arrius

Ulf Axelson

Anna Hesselman

Anders Knapé

Eva Redhe Ridderstad

Per Nordberg

Ola Pettersson

Vår revisionsberättelse har lämnats den 19 februari 2015

Jan Birgersson  
*Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen*

Peter Strandh  
*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 år 2014. Fondens årsredovisning ingår i den tryckta versionen av detta dokument på sidorna 16–35.

### 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 avseenden rättvisande bild av Första AP-fondens finansiella ställning per den 31

december 2014 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 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 2014.

### 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 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 19 februari 2015

Jan Birgersson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

Peter Strandh  
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 8,7 procent och de senaste tio åren har avkastningen varit 6,1 procent. 2014 var ett starkt år, främst för fondens investeringar i såväl onoterade som noterade aktier. För sjätte året i rad var nettoflödet till pensionssystemet negativt och fonden har nu totalt betalat ut nästan 25 mdkr för att täcka det löpande underskottet i pensionssystemet.



## Översikt sedan start

	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Fondkapital, mnkr	<b>293 907</b>	264 712	241 454	216 622	222 507	204 290	173 338	227 512	216 775	190 593	158 120	140 350	117 090	133 493
Nettoutflödet Pensionsmyndigheten, mnkr	<b>-5 120</b>	-6 880	-3 788	-1 240	-4 041	-3 906	884	2 019	1 676	2 905	1 651	2 567	5 002	4 523
Årets resultat, mnkr	<b>34 315</b>	30 138	28 620	-4 645	22 258	34 858	-55 058	8 718	24 506	29 568	16 119	20 693	-21 405	-5 005
Avkastning total portfölj före provisions- och rörelsekostnader, %	<b>13,3</b>	12,8	13,5	-1,9	11,2	20,6	-24,0	4,2	13,0	18,7	11,6	17,8	-15,3	-3,7
Relativ avkastning på noterade tillgångar, exkl. alternativa investeringar, provisions- och rörelsekostnader, % <sup>1</sup>	<b>0,5</b>	0,4	1,1	-0,3	0,8	0,7	-1,8	-0,4	0,2	0,2	-0,6	-0,5	-0,4	1,7
Aktiv risk ex post, %	<b>0,3</b>	0,3	0,3	0,3	0,3	0,6	1,0	0,7	0,7	0,5	0,5	0,6	1,0	1,7
Valutaexponering, %	<b>24</b>	23	20	16	12	10	12	11	12	11	10	8	7	10
Andel extern förvaltning, %	<b>28</b>	25	29	29	23	24	22	24	17	28	37	45	38	82

<sup>1</sup> Relativ avkastning avser skillnad i avkastning mellan en portfölj och dess jämförelse- eller referensindex.

## Resultaträkning

Belopp i mnkr	Not	Jan-dec 2014	Jan-dec 2013
<b>Rörelsens intäkter</b>			
Räntenetto	1	2 948	3 428
Erhållna utdelningar		4 747	3 317
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	2	10 437	24 753
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	3	3 081	3 679
Nettoresultat, räntebärande tillgångar		2 916	-1 913
Nettoresultat, derivatinstrument		577	-278
Nettoresultat, valutakursförändringar		10 090	-2 425
Provisionskostnader, netto	4	-286	-245
<b>Summa rörelsens intäkter</b>		<b>34 510</b>	<b>30 316</b>
<b>Rörelsens kostnader</b>			
Personalkostnader	5	-118	-112
Övriga administrationskostnader	6	-77	-66
<b>Summa rörelsens kostnader</b>		<b>-195</b>	<b>-178</b>
<b>ÅRETS RESULTAT</b>		<b>34 315</b>	<b>30 138</b>

## Balansräkning

Belopp i mnkr	Not	2014-12-31	2013-12-31
<b>TILLGÅNGAR</b>			
Aktier och andelar			
Noterade	7	147 040	129 335
Onoterade	8	39 782	30 508
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	9	109 451	91 279
Derivatinstrument	10	2 360	9 631
Kassa och bankmedel		4 818	2 383
Övriga tillgångar	11	97	951
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	12	1 540	1 656
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>		<b>305 088</b>	<b>265 743</b>
<b>FONDKAPITAL OCH SKULDER</b>			
<b>Skulder</b>			
Derivatinstrument	10	9 728	946
Övriga skulder	13	1 378	20
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	14	75	65
<b>Summa skulder</b>		<b>11 181</b>	<b>1 031</b>
<b>Fondkapital</b>			
	15		
Ingående fondkapital		264 712	241 454
Nettobetalingar mot pensionssystemet		-5 120	-6 880
Årets resultat		34 315	30 138
<b>Summa fondkapital</b>		<b>293 907</b>	<b>264 712</b>
<b>SUMMA FONDKAPITAL OCH SKULDER</b>		<b>305 088</b>	<b>265 743</b>
<b>Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden</b>			
	16		
Övriga ställda panter och jämförliga säkerheter		10 552	5 075
Åtaganden		21 725	8 650

## Redovisnings- och värderingsprinciper

Andra AP-fonden, organisationsnummer 857209-0606, är en av buffertfonderna inom det svenska pensionssystemet med säte i Göteborg. Årsredovisning för räkenskapsåret 2014 har godkänts av styrelsen den 17 februari 2015. Resultaträkning och balansräkning ska fastställas av regeringen.

Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder ska årsredovisningen upprättas med tillämpning av god redovisnings- och värderingsprinciper vilka har tillämpats och sammanfattas nedan.

Fondernas redovisnings- och värderingsprinciper anpassas successivt till den internationella redovisningsstandarden, IFRS. Efter- som IFRS är under omfattande omarbeting, har anpassningen hittills inriktats mot informationskrav enligt IFRS 7 och IFRS 13. En fullständig anpassning till IFRS skulle inte väsentligt påverka redovisat resultat och kapital. Mot nu gällande IFRS är enda större skillnaden att koncernredovisning och kassaflödesanalys ej upprättas. Redovisningsprinciperna avseende nettoredovisning av ej likviderade fordringar och ej likviderade skulder samt repor och derivatinstrument har anpassats till IFRS (IAS 32) regler. Principförändringen påverkar endast posterna "Derivatinstrument" på tillgångs- respektive skuldsidan i balansräkningen. Jämförelsesiffrorna för föregående år har omräknats. Övriga redovisnings- och värderingsprinciper är oförändrade jämfört med föregående år.

### Affärdsdagsredovisning

Transaktioner i värdepapper och derivatinstrument på penning- och obligationsmarknaden, aktiemarknaden och valutamarknaden redovisas i balansräkningen per affärdsdagen, det vill säga vid den tidpunkt då de väsentliga rättigheterna och därmed riskerna övergår mellan parterna. Fordran på eller skulden till motparten mellan affärdsdag 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 dotterbolag/intressebolag

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder upptas aktier i dotterbolag/intressebolag 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 tillgångslag ingår således såväl realiserade som orealiserade resultat. I de fall hänvisning nedan sker till vald indexleverantör, se sidan 14 i årsredovisningen för information kring aktuella index. Nedan beskrivs hur verkligt värde fastställs för fondens olika placeringar.

#### Noterade aktier och andelar

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

#### Onerade 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 substansvärdeметодet 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 påverkar resultatet från och med 2013, 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. Innehav som inte ingår i index värderas till noterade priser observerbara i en aktiv marknad. I de fall instrumenten inte handlas på en aktiv marknad och tillförlitliga marknadspriser inte finns att tillgå, värderas instrumentet med hjälp av allmänt vedertagna värderingsmodeller som innebär att kassaflöden diskonteras till relevant värderingskurva.

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

#### *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 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 kontant-säkerhet 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 pensionssystemet 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 upp-när en avkastning utöver överenskommen nivå där vinstdelning tillämpas, redovisas som avgående post under nettoresultat för aktuellt tillgångsslag i resultaträkningen.

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

#### **Rörelsens kostnader**

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

#### **Skatter**

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

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

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

## Noter till resultat- och balansräkningarna

### 1 Räntenetto

Belopp i mnkr	Jan-dec 2014	Jan-dec 2013
<b>Ränteintäkter</b>		
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	2 564	2 248
Derivatinstrument	568	4 458
Övriga ränteintäkter	70	89
<b>Summa ränteintäkter</b>	<b>3 202</b>	<b>6 795</b>
<b>Räntekostnader</b>		
Derivatinstrument	-238	-3 318
Övriga räntekostnader	-16	-49
<b>Summa räntekostnader</b>	<b>-254</b>	<b>-3 367</b>
<b>Räntenetto</b>	<b>2 948</b>	<b>3 428</b>

### 2 Nettoresultat, noterade aktier och andelar

Belopp i mnkr	Jan-dec 2014	Jan-dec 2013
Resultat noterade aktier och andelar	10 535	24 823
avdrag courtage	-98	-70
<b>Nettoresultat, noterade aktier och andelar</b>	<b>10 437</b>	<b>24 753</b>

### 3 Nettoresultat, onoterade aktier och andelar

Belopp i mnkr	Jan-dec 2014	Jan-dec 2013
Realisationsresultat	876	565
Orealiserade värdeförändringar*	2 205	3 114
<b>Nettoresultat, onoterade aktier och andelar</b>	<b>3 081</b>	<b>3 679</b>

\* Orealiserade värdeförändringar inkluderar återbetalad management fee om 221 (138) mnkr.

En metodutveckling för värdering av innehav i onoterade fastighetsbolag implementerades 2013 i syfte att säkerställa värdering till verkligt värde. Se fondens redovisnings- och värderingsprinciper sidan 54. Den ändrade metoden för att beräkna verkligt värde påverkade 2014 års resultat med 328 (969) mnkr. Resultateffekten är främst hänförlig till fondens innehav i Vasakronan.

### 4 Provisionskostnader, netto

Belopp i mnkr	Jan-dec 2014	Jan-dec 2013
Externa förvaltningsarvoden, noterade tillgångar	262	226
Externa förvaltningsarvoden, onoterade tillgångar	5	4
Övriga provisionskostnader inklusive depåbankskostnader	19	15
<b>Summa provisionskostnader</b>	<b>286</b>	<b>245</b>

I Provisionskostnader ingår ej prestationsbaserade kostnader. Prestationsbaserade kostnader har under året uppgått till 88 (74) 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 177 (161) mnkr erlagts i förvaltararvoden avseende onoterade tillgångar. Av dessa avser 172 (157) 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 2014, mnkr

Mandat	Jämförelseindex	Genomsnittligt förvaltat kapital 2014	2014-12-31* Marknadsvärde	% av fondkapital	Extern förvaltningskostnad
<b>Externa diskretionära förvaltningsmandat</b>					
Aktiemandat					
Aktiv förvaltning					
MFS	Globala aktier	MSCI World	7 678	5 498	
APS	Kinesiska A-aktier	MSCI China A	713	998	
Cephei	Kinesiska A-aktier	MSCI China A	692	1 051	
<b>Summa</b>			<b>9 083</b>	<b>7 547</b>	<b>3</b> <b>44</b>
Räntemandat					
Aktiv förvaltning					
Rogge	Globalt kreditmandat	Barclays Global Credit	6 360	13 589	
Pimco	Globalt kreditmandat	Barclays Global Credit	7 005	–	
Standish	Globalt kreditmandat	Barclays Global Credit	7 709	8 780	
<b>Summa</b>			<b>21 074</b>	<b>22 369</b>	<b>8</b> <b>40</b>
<b>Totalt externa diskretionära förvaltningsmandat</b>			<b>30 157</b>	<b>29 916</b>	<b>11</b> <b>84</b>
<b>Investeringar i noterade externa fonder</b>					
Aktiefonder		enligt resp. fond	8 259	9 892	
Räntefonder		enligt resp. fond	24 561	25 145	
GTAA-fonder		enligt resp. fond	1 354	1 409	
<b>Totalt investeringar i noterade externa fonder</b>			<b>34 174</b>	<b>36 446</b>	<b>12</b> <b>178</b>
<b>Investeringar i onoterade riskkapitalfonder, skogs- och jordbruksfastigheter</b>			<b>12 925</b>	<b>15 063</b>	<b>5</b> <b>5</b>
<b>SUMMA EXTERNT FÖRVALTAT KAPITAL OCH FÖRVALTNINGSKOSTNADER</b>			<b>77 256</b>	<b>81 425</b>	<b>28</b> <b>267</b>
<b>Interna förvaltningsmandat</b>					
Noterade aktier och andelar		SBX, SEW, CSRX, MSCI World		121 999	
Räntemandat		SHB, Barclays, JP Morgan		60 867	
Kassa och bankmedel				–791	
Onoterade aktier i intressebolag, inklusive förlagslån				30 407	
<b>SUMMA INTERNT FÖRVALTAT KAPITAL</b>				<b>212 482</b>	<b>72</b>
<b>Övriga tillgångar och skulder</b>				<b>0</b>	
<b>TOTALT FONDKAPITAL</b>				<b>293 907</b>	<b>100</b>

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

5

Personal

Antal anställda	2014			2013		
	Totalt	Män	Kvinnor	Totalt	Män	Kvinnor
Medelantal anställda	62	38	24	60	38	22
Antal anställda den 31 december*	63	39	24	59	37	22
Antal personer i ledningsgruppen den 31 december	7	5	2	7	5	2

\* Vid utgången av 2014 hade fonden 63 tillsvidareanställda.

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
<b>Ledningsgruppen exkl. VD</b>					
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>

Personalkostnader i tkr, 2013	Löner och arvoden	Rörlig ersättning	Pensionskostnader	Sociala kostnader inkl. särskild löneskatt	Summa
Styrelseordförande	104	–	–	34	138
VD	3 083	–	1 233	1 288	5 604
Styrelsen exklusive ordförande	609	–	–	191	800

Ledningsgruppen exkl. VD	Löner och arvoden	Rörlig ersättning	Pensionskostnader	Sociala kostnader inkl. särskild löneskatt	Summa
Kapitalförvaltningschef	2 769	–	781	1 080	4 630
Chef Affärsstöd	1 422	–	643	616	2 681
Chefstrateg	2 156	–	792	888	3 836
Chefsjurist	2 039	–	612	807	3 458
Chef Kommunikation & HR	1 572	–	694	697	2 963
Chef Risk och Avkastningsanalys	1 516	–	480	593	2 589
Övriga anställda	43 298	4 466	16 007	18 624	82 395
<b>Summa</b>	<b>58 568</b>	<b>4 466</b>	<b>21 242</b>	<b>24 818</b>	<b>109 094</b>

Övriga personalkostnader					3 283
<b>Summa personalkostnader</b>					<b>112 377</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 74.

**VD**

I VD:s anställningsavtal förbinder sig fonden att betala premier för tjänstepensions- och sjukförsäkring med pensionsålder 65 med en årlig premie motsvarande 30 procent av bruttolönen. Vid uppsägning från fondens sida åger VD rätt till avgångsvederlag, motsvarande 18 månadslöner utöver lön under uppsägningstiden om 6 månader, reducerat med inkomst från ny anställning. Avgångsvederlaget beräknas på den kontanta månadslönen vid uppsägningstidens utgång. Erhållna förmåner för VD uppgår till 67 (66) tkr.



**Ledningsgrupp**

Utöver lön, andra ersättningar och pension har ledningsgruppen erhållit förmåner enligt följande särredovisning: Kapitalförvaltningschef 66 (66) tkr, Chef för Affärsstöd 30 (44) tkr, Chefstrateg 45 (58) tkr, Chefjurist 55 (58) tkr, Chef Kommunikation & HR 62 (61) 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 ej omförhandlats då detta skulle medföra en högre kostnad för fonden.

**Lönväxling**

Samtliga anställda ges möjlighet att löneväxla lön mot pension.

**Rörlig ersättning**

Styrelsen har beslutat om ett program för rörlig ersättning i linje med regeringens riktlinjer. Under 2014 innefattade Andra AP-fondens incitamentsprogram alla medarbetare utom VD och övriga i fondledningen. Programmet innebär att alla övriga medarbetare kunde 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**

Styrelseavvoden 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 2014 har fondens ersättningsnivåer jämförts med ett femtontal aktörer inom finansbranschen, bland annat AMF, övriga AP-fonder, Riksbanken 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. Fonderna har inga anställda under 18 år.

**6 Övriga administrationskostnader**

Belopp i mnkr	Jan–dec 2014	Jan–dec 2013
Lokalkostnader	5	5
Informations- och IT-kostnader	46	38
Köpta tjänster	14	10
Övriga kostnader	12	13
<b>Summa övriga administrationskostnader</b>	<b>77</b>	<b>66</b>
<b>Arvoden till revisorerna</b>		
Revisionsuppdrag		
EY	0,60	0,72
Revisionsverksamhet utöver revisionsuppdraget		
EY	0,14	0,09
<b>Summa ersättning till EY</b>	<b>0,74</b>	<b>0,81</b>

**7 Aktier och andelar, noterade**

Belopp i mnkr	2014-12-31	2013-12-31
Svenska aktier	30 992	31 236
Utländska aktier	104 746	89 852
Andelar i utländska fonder*	11 302	8 247
<b>Summa aktier och andelar, noterade</b>	<b>147 040</b>	<b>129 335</b>
* varav andelar i blandfonder	1 409	1 259

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 värdepappersmarknadsvärde. Administrationen av såväl lån som säkerhetshantering har flyttats från fondens depåbank till en extern aktör under 2013 som ett led i att utveckla fondens värdepapperslån till ett mer aktivt affärsområde.

Under 2014 uppgick de totala intäkterna från värdepappersutlåningen till 33 mnkr. Intäkterna gav ett positivt bidrag till fondens relativa avkastning och redovisas som räntetäckter i resultaträkningen. Erhållen säkerhet för utlånade värdepapper redovisas i not 16.

Specifikation över de värdemässigt 20 största svenska och utländska innehaven återfinns på sidorna 67–69.

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	2014-12-31	2013-12-31
Aktier i svenska intresseföretag	14 791	13 682
Aktier i utländska intresseföretag	8 565	4 872
Aktier i övriga onoterade svenska företag	9	10
Aktier i övriga onoterade utländska företag	16 417	11 944
<b>Summa aktier och andelar, onoterade</b>	<b>39 782</b>	<b>30 508</b>

Noter

forts. Not 8

Belopp i mnkr	Org nr	Säte	Antal aktier	Ägarandel kapital/röster, %	2014-12-31 Verkligt värde	2013-12-31 Verkligt värde	Eget kapital	Resultat
<b>Svenska aktier och andelar, intresse- och dotterbolag</b>								
Cityhold Property AB	556845-8631	Stockholm	4 105 066	50	2 130	1 406	2 789*	517*
NS Holding AB	556594-3999	Sundsvall	1 819 884	50	5 712	5 266	7 022*	-89*
Vasakronan Holding AB	556650-4196	Stockholm	1 000 000	25	6 949	7 010	23 094**	1 797**
<b>Utländska aktier och andelar, intresse- och dotterbolag</b>								
U.S. Office Holdings L.P.		New York, USA		41	3 910	2 785		
U.S. Core Office APTWO L.P. ***		New York, USA		99	697	-		
TIAA-CREF Global Agriculture LLC		New York, USA		23	3 530	2 087		
TIAA-CREF Global Agriculture II LLC		New York, USA		54	428	-		

\* Avser offentliggjorda siffror per 2013-12-31.

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

\*\*\* Holdingbolag med 42 procents ägarandel i US Core Office Holding L.P. samt minoritetsandelar i andra fastigheter tillsammans med NPS och Tishman Speyer.

Belopp i mnkr	Säte	Ägarandel i kapital, %	2014-12-31 Anskaffningsvärde	2013-12-31 Anskaffningsvärde
<b>Övriga onoterade svenska aktier och andelar</b>				
EQT Northern Europe KB	Stockholm	1	56	63
Swedstart Life Science KB	Stockholm	5	7	10
Swedstart Tech KB	Stockholm	3	7	8
<b>Fem största innehaven i övriga onoterade utländska aktier och andelar</b>				
Pathway Private Equity Fund IxB	USA	99	1 031	1 158
Pathway Private Equity Fund IXC	USA	99	906	755
Teays River Investments LLC	USA	11	650	650
Pathway Private Equity Fund IX	USA	99	567	634
Nordic Capital VII	Jersey	1	380	376

Se not 3 för ändrad metod år 2013 för beräkning av verkligt värde för onoterade fastighetsbolag.

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	2014-12-31		2013-12-31
	Verkligt värde	Verkligt värde	Verkligt värde
Svenska staten	10 123		10 208
Svenska kommuner	96		40
Svenska bostadsinstitut	18 039		19 251
Övriga svenska emittenter			
Finansiella företag	10 520		11 618
Icke-finansiella företag	3 680		3 012
Utländska stater	9 297		5 059
Övriga utländska emittenter	57 694		40 673
Dagslån	2		1 418
<b>Summa</b>	<b>109 451</b>		<b>91 279</b>
Övriga obligationer	80 654		68 620
Onoterade lån	3 681		3 000
Andelar i utländska räntefonder	25 114		18 241
Dagslån	2		1 418
<b>Summa</b>	<b>109 451</b>		<b>91 279</b>

## 10 Derivatinstrument

Belopp i mnkr	2014-12-31			2013-12-31		
	Nominellt belopp*	Verkligt värde Positivt	Verkligt värde Negativt	Nominellt belopp*	Verkligt värde Positivt	Verkligt värde Negativt
<b>Aktierelaterade instrument</b>						
Optioner, innehavd	61	57	–	3	3	–
Optioner, utställd	60	–	85	3	–	13
Terminer	15	12	96	6	119	10
Avkastningstermin	–	–	–	6 423	7 027	–
<b>Summa</b>	<b>136</b>	<b>69</b>	<b>181</b>	<b>6 435</b>	<b>7 149</b>	<b>23</b>
varav clearat	136			12		
<b>Ränterelaterade instrument</b>						
Optioner, innehavd	–	–	–	106	29	11
Optioner, utställd	–	–	–	213	16	27
FRA/Terminer	90 635	66	63	122 023	83	57
Swappar	1 000	1	17	1 000	76	–
<b>Summa</b>	<b>91 635</b>	<b>67</b>	<b>80</b>	<b>123 342</b>	<b>204</b>	<b>95</b>
varav clearat	90 626			122 333		
<b>Valutarelaterade instrument</b>						
Optioner, innehavd	6 330	57	–	6 590	9	–
Optioner, utställd	28 527	–	97	6 239	–	5
Terminer	218 393	2 167	9 370	176 766	2 269	823
<b>Summa</b>	<b>253 250</b>	<b>2 224</b>	<b>9 467</b>	<b>189 595</b>	<b>2 278</b>	<b>828</b>
varav clearat	–			–		
<b>Summa derivatinstrument</b>	<b>345 021</b>	<b>2 360</b>	<b>9 728</b>	<b>319 372</b>	<b>9 631</b>	<b>946</b>

\* Med nominellt belopp avses antal kontrakt multiplicerat med kontraktbeloppet för derivatinstrumentens absoluta tal. Beloppet inkluderar därmed såväl köpta som sålda kontrakt brutto.

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 förpliktelsen 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 portföljer 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 2014 användes derivatinstrument företrädesvis inom följande områden:

- Valutarederivat – 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 ränteooptioner 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 riskpremie-mandat 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.

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

VD godkänner och sätter limiter för de motparter som fonden använder för ej standardiserade produkter och exponeringen bevakas löpande. För OTC-handel kräver fonden standardiserade avtal såsom ISDA-avtal.

## 11 Övriga tillgångar

Belopp i mkr	2014-12-31	2013-12-31
Fordringar sålda ej likviderade tillgångar	92	947
Övriga fordringar	5	4
<b>Totalt</b>	<b>97</b>	<b>951</b>

## 12 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

Belopp i mkr	2014-12-31	2013-12-31
Upplupna ränteutgifter	1 338	1 496
Upplupna utdelningar	121	77
Restititioner	63	56
Övriga förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	18	27
<b>Totalt</b>	<b>1 540</b>	<b>1 656</b>

## 13 Övriga skulder

Belopp i mkr	2014-12-31	2013-12-31
Skulder köpta ej likviderade tillgångar	1 361	5
Leverantörsskulder	7	7
Övriga skulder	10	8
<b>Totalt</b>	<b>1 378</b>	<b>20</b>

## 14 Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader

Belopp i mkr	2014-12-31	2013-12-31
Upplupna externa förvaltararvoden	14	19
Uppluppen räntekostnad på valutaterminer	34	20
Övriga upplupna kostnader	27	26
<b>Totalt</b>	<b>75</b>	<b>65</b>

## 15 Fondkapital

Belopp i mkr	2014-12-31	2013-12-31
<b>Ingående fondkapital</b>	<b>264 712</b>	<b>241 454</b>
<b>Nettobetalningar mot pensionssystemet</b>		
Inbetalda pensionsavgifter	58 880	56 839
Utbetalda pensionsmedel till Pensionsmyndigheten	-63 775	-63 490
Överflyttning av pensionsrätter till EG	-2	-2
Reglering av pensionsrätter avseende tidigare år	1	3
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	-224	-230
<b>Summa nettobetalningar mot pensionssystemet</b>	<b>-5 120</b>	<b>-6 880</b>
<b>Årets resultat</b>	<b>34 315</b>	<b>30 138</b>
<b>Utgående fondkapital</b>	<b>293 907</b>	<b>264 712</b>

## 16 Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden

Belopp i mkr	2014-12-31	2013-12-31
<b>Övriga ställda panter och jämförliga säkerheter</b>		
Utlånade värdepapper mot erhållen säkerhet i form av värdepapper och kontantsäkerhet*	9 724	4 747
Ställda säkerheter avseende börsclearade derivatavtal	828	328
<b>Åtagande</b>		
Åtagande om framtida investeringar avseende onoterade innehav	17 211	8 650
Teckningsåtagande av certifikat	4 500	-
Garanti av nyemission	14	-

\* Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper uppgår till 10 413 (5 061) mkr.

## 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 räntesvappar 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 2014 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

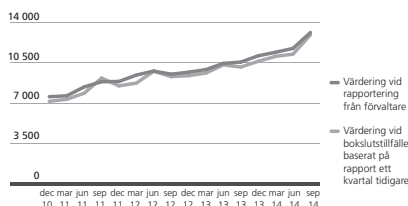
För tillgångar som ej värderas på en aktiv marknad tillämpas olika värderingstekniker för framtagande av ett vid värderingstidpunkten verkligt värde.

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 tio procent av den totala portföljen), riskkapitalfonder (knapp fem procent av den totala portföljen) och OTC-derivat.

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

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.

gen använder riskkapitalfonderna diskonterade kassaflöden, substansvärdeometoden och multipelvärdering för beräkning av rättvisande marknadsvärden. Värdering av innehaven baseras på de senast erhållna kvartalsrapporterna från respektive riskkapitalfond. Kvartalsrapporterna erhålls normalt inom 90 dagar efter ett kvartalsavslut. Detta innebär att vid värdering av fondens innehav per årsskiftet 2014 utnyttjades i huvudsak värdering av riskkapitalfonderna per den 30 september 2014, 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 2010, 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 2014 visar en fortsatt positiv resultatutveckling för riskkapitalfonder på fondens främsta geografiska marknader under årets sista kvartal.

## Verkligt värde

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

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

## Förändring under 2014 inom nivå 3, mnkr

	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 orealiserade per bokslutsdagen.

## Verkligt värde hierarki, mnkr

	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
Derivat tillgångar	218	2 142	–	2 360
Derivatskulder	–332	–9 396	–	–9 728

## Finansiella tillgångar och skulder värderade till verkligt värde

	2013-12-31			Totalt verkligt värde
	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	
Aktier och andelar, noterade	123 747	5 534	54	129 335
Aktier och andelar, onoterade	–	–	30 508	30 508
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	80 941	7 333	3 005	91 279
Derivat tillgångar	202	9 429	–	9 631
Derivatskulder	–59	–887	–	–946

## Finansiella tillgångar och skulder värderade till verkligt värde

	<b>204 831</b>	<b>21 409</b>	<b>33 567</b>	<b>259 807*</b>
--	----------------	---------------	---------------	-----------------

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

**Nivå 1:** Noterade priser (ojusterade) på aktiva marknader för identiska tillgångar eller skulder.

**Nivå 2:** Andra indata än de noterade priser som ingår i Nivå 1, vilka är observerbara för tillgången eller skulden antingen direkt (exklusive priser) eller indirekt (härladda från priser).

**Nivå 3:** Indata för tillgången eller skulden som inte bygger på observerbara marknadsdata (icke observerbara indata).

Nivå 3 innehåller framför allt fondens innehav i riskkapitalfonder och onoterade fastigheter, där värderingen inte bygger på observerbara marknadsdata.

forts. Not 17

Förändring under 2013 inom nivå 3, mnkr

	Aktier och andelar, noterade	Aktier och andelar, onoterade	Obligationer och andra räntebärande tillgångar	Totalt
Ingående värde januari 2013	46	25 412	3 781	29 239
Köp	10	2 119	5	2 134
Försäljningar	-4	-2	-781	-787
Värdeförändringar	2	2 979	-	2 981
Omklassificeringar	-	-	-	-
<b>Totalt</b>	<b>54</b>	<b>30 508</b>	<b>3 005</b>	<b>33 567</b>

100 procent av värdeförändringarna är realiserade per bokslutsdagen.

**Känslighetsanalys onoterade 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**

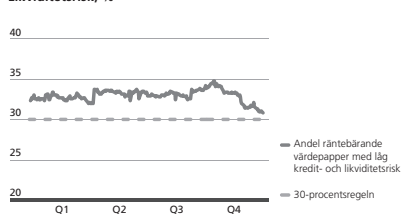
Även om många olika faktorer påverkar fastighetsbolagens resultat och finansiella ställning, är värdeutvecklingen på bolagens fastigheter det riskområde som har störst påverkan på deras resultat. Fastigheternas marknadsvärde påverkas av förändrade antaganden om hyres- och vakansnivåer samt driftkostnader 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 -1,3 mdkr respektive +1,3 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 risikkapitalfonder. Under 2014 låg fondens andel i värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk kring 31-35 procent. Likviditetsrisken på skuldsidan är mycket liten och utgörs av derivatskulder.

För ytterligare riskupplysningar se avsnittet "Stabil risk i en föränderlig omvärld", sidan 39.

**Likviditetsrisk, %**



forts. Not 18

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

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>

2013-12-31	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	2 354	–	2 354	–806	–	1 548	7 277	9 631
<b>Summa</b>	<b>2 354</b>	<b>–</b>	<b>2 354</b>	<b>–806</b>	<b>–</b>	<b>1 548</b>	<b>7 277</b>	<b>9 631</b>
<b>SKULDER</b>								
Derivat	828	–	828	–806	–	22	118	946
<b>Summa</b>	<b>828</b>	<b>–</b>	<b>828</b>	<b>–806</b>	<b>–</b>	<b>22</b>	<b>118</b>	<b>946</b>

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

Förvaltningsberättelsen, resultaträkningen, balansräkningen och noterna för 2014 har fastställts av styrelsen.

Göteborg den 17 februari 2015

Marie S. Arwidson  
Ordförande

Sven Björkman  
Vice ordförande

Ola Alfredsson

Jeanette Hauff

Ole Settergren

Johnny Capor

Lenita Granlund

Ulrika Boëthius

Christer Käck

Vår revisionsberättelse har lämnats den 17 februari 2015

Jan Birgersson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

Peter Strandh  
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 2014. Fondens årsredovisning ingår i den tryckta versionen av detta dokument på sidorna 29–65.

### 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 avseenden rättvisande bild av Andra AP-fondens finansiella ställning per den

31 december 2014 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 2014.

### 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

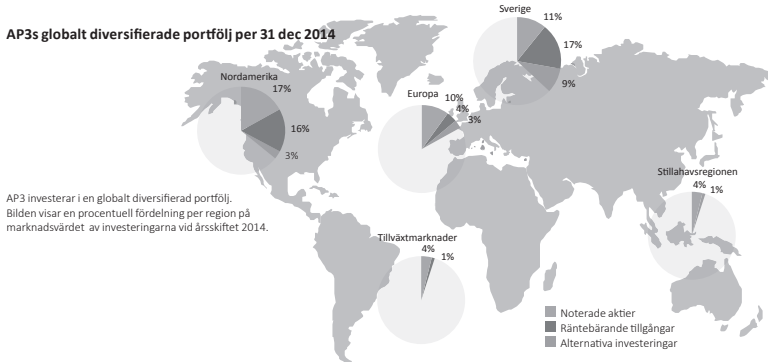
Revisionen har inte givit anledning till anmärkning beträffande inventeringen av tillgångarna eller i övrigt avseende förvaltningen.

Göteborg den 17 februari 2015

Jan Birgerson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

Peter Strandh  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen





## 2014 i sammandrag

- Fondens resultat uppgick till 34 977 (32 398) miljoner kronor.
- AP3s totalavkastning uppgick till 13,8 procent före kostnader och 13,7 procent efter kostnader. Riskklass Aktier och Valuta stod för de största positiva bidragen till fondens resultat.
- Fondkapitalet uppgick den 31 december 2014 till 288 332 miljoner kronor, vilket var en ökning med 29 857 miljoner jämfört med årsskiftet 2013.
- AP3 har gjort utbetalningar till pensionssystemet med 5 120 miljoner kronor.
- AP3 har uppnått sitt långsiktiga avkastningsmål om 4 procent reallt sedan starten 2001.
- AP3 har under den senaste treårsperioden överträffat jämförelseportföljen med 2,5 procent i genomsnitt per år.
- AP3 integrerade hållbarhetsarbetet ytterligare i kapitalförvaltningen och fonden mätte dessutom aktieportföljens koldioxidavtryck.
- Året präglades av måttlig konjunkturutveckling, lätt penningpolitik och stigande tillgångspriser.

Avkastning i %

13,7

Resultat i miljoner kronor

34 977

Totalt fondkapital i miljoner kronor

288 332

Utbetalning till pensionssystemet  
i miljoner kronor

5 120

### Nyckeltal

	2014	2013	2012	2011	2010
Fondkapital vid årets slut, mdkr	288,3	258,5	233,0	214,1	220,8
Nettoflöden från pensionssystemet, mdkr	-5,1	-6,9	-3,8	-1,2	-4,0
Årets resultat, mdkr	35,0	32,4	22,6	-5,5	18,3
Avkastning före kostnader, %	13,8	14,2	10,7	-2,4	9,1
Avkastning efter kostnader, %	13,7	14,1	10,7	-2,5	9,0
Förvaltningskostnadsandel totalt, %	0,12	0,13	0,14	0,11	0,14
Förvaltningskostnadsandel exklusive provisionskostnader, %	0,07	0,07	0,08	0,07	0,07

## RESULTATRÄKNING

### Resultaträkning

#### RÖRELSENS INTÄKTER

Mkr	Not	2014	2013
Räntenetto	2	2 764	2 909
Erhållna utdelningar		3 757	2 854
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	3	10 948	21 709
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	4	1 888	4 765
Nettoresultat, räntebärande tillgångar		6 304	-1 597
Nettoresultat, derivatinstrument	5	1 330	3 746
Nettoresultat, valutakursförändringar		8 327	-1 659
Provisionskostnader, netto	6	-162	-155
<b>Summa rörelsens intäkter</b>		<b>35 155</b>	<b>32 572</b>

#### RÖRELSENS KOSTNADER

Personalkostnader	7	-120	-110
Övriga administrationskostnader	8	-58	-64
<b>Summa rörelsens kostnader</b>		<b>-178</b>	<b>-173</b>
<b>Årets resultat</b>		<b>34 977</b>	<b>32 398</b>

**BALANSRÄKNING****Balansräkning**

<b>TILLGÅNGAR</b>			
Mkr	Not	2014-12-31	2013-12-31
<b>Aktier och andelar</b>			
Noterade	9, 21	137 927	128 515
Onoterade	10, 21	32 017	29 086
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	11, 21	154 362	107 494
Derivat	12, 21, 23	3 862	3 081
Kassa och bankmedel		1 664	1 443
Övriga tillgångar	13, 23	10 911	11 606
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	14	1 375	1 470
<b>Summa tillgångar</b>		<b>342 118</b>	<b>282 695</b>
<b>FONDKAPITAL OCH SKULDER</b>			
<b>Skulder</b>			
Derivat	12, 21, 23	10 398	1 899
Övriga skulder	15, 23	43 336	22 262
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	16	51	58
<b>Summa skulder</b>		<b>53 786</b>	<b>24 220</b>
<b>Fondkapital</b>			
Ingående fondkapital	17	258 475	232 956
Nettobetaling mot pensionssystemet		-5 120	-6 880
Årets resultat		34 977	32 398
<b>Summa fondkapital</b>		<b>288 332</b>	<b>258 475</b>
<b>Summa fondkapital och skulder</b>		<b>342 118</b>	<b>282 695</b>
Poster inom linjen	18		

## NOTER

Tredje AP-fonden, organisationsnummer 802014-4120, är en av buffertfonderna inom det svenska pensionssystemet med säte i Stockholm. Årsredovisning för räkenskapsåret 2014 har godkänts av styrelsen den 19 februari 2015. 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 fondmedel 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 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. Mot nu gällande IFRS är enda större skillnaden att koncernredovisning och kassaflödesanalys ej upprättas. Redovisningsprinciperna avseende nettoredovisning av ej likviderade fordringar och ej likviderade skulder samt repor och derivatinstrument har anpassats till IFRS (IAS 32) regler. Principförändringen påverkar inga poster i balansräkningen. Övriga redovisnings- och värderingsprinciper är oförändrade jämfört med föregående år.

### Affärsdagsredovisning

Transaktioner i värdepappers- 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 likvidid 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 balansräkning 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 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/intrassebolag

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

### Värdering av finansiella instrument

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

### Noterade aktier och andelar

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

### Onoterade aktier och andelar

För aktier och andelar som inte är upptagna till handel vid en reglerad marknad eller handelsplattform, bestäms verkligt värde baserat på värdering erhållen från motparten eller annan extern part. Värderingen uppdateras då ny värdering erhållits och justeras för eventuella kassaflöden fram till bokslutstillfället. I de fall fonden på goda grunder bedömer att värderingen är felaktig sker en justering av erhållen värdering. 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 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 påverkade 2013 års resultat, se vidare not 4 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. 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 räntetäckt 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 anskaffningsdatumet. Detta innebär att förvärvade över- och undervärden periodiseras under återstående löptid eller till nästa räntestjeringsstillfälle och ingår i redovisat räntetäckt.

### 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.

### Återköpttransaktioner

Vid åkta återköpttransaktion, 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 räntetäckt 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 erhållna 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 panten, ansvarsförbindelser och Åtaganden". Under denna rubrik redovisas även värdet av utlånade värdepapper, samt säkerheter för dessa.

## ■ NOT 1 forts.

**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 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 över 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.

## ■ NOT 2 Räntenetto

Mkr	2014	2013
<b>RÄNTEINTÄKTER</b>		
Obligationer och andra räntebärande intäkter	2 397	2 046
Derivatinstrument	468	1 130
Värdepapperslån, aktier	66	67
Värdepapperslån, obligationer	30	14
Övriga ränteintäkter	4	3
<b>Summa ränteintäkter</b>	<b>2 965</b>	<b>3 259</b>
<b>RÄNTEKOSTNADER</b>		
Derivatinstrument	201	350
Övriga räntekostnader	0	0
<b>Summa räntekostnader</b>	<b>201</b>	<b>350</b>
<b>Räntenetto</b>	<b>2 764</b>	<b>2 909</b>

## ■ NOT 3 Nettoresultat noterade aktier och andelar

Mkr	2014	2013
Resultat noterade aktier och andelar	11 113	21 877
Avgår courtage	-73	-44
Avgår prestationsbaserade arvoden	-91	-124
<b>Nettoresultat noterade aktier och andelar</b>	<b>10 948</b>	<b>21 709</b>

## ■ NOT 4 Nettoresultat onoterade aktier och andelar

Mkr	2014	2013
Realisationsresultat	1 630	2 116
Orealiserade värdeförändringar	269	2 649
Avgår prestationsbaserade arvoden	-12	-
<b>Nettoresultat onoterade aktier och andelar</b>	<b>1 888</b>	<b>4 765</b>

En metodutveckling för värdering av innehav i onoterade fastighetsbolag implementerades 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.

**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 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. Kostnadsford mervärdesskatt inkluderas i respektive kostnadspost.

**Avrundningar**

Avrundningsdifferenser i tabeller kan förekomma.

## ■ NOT 5 Nettoresultat derivat

Mkr	2014	2013
Aktierelaterade derivat	1 683	3 220
Ränte- och kreditrelaterade derivat	-353	526
<b>Nettoresultat derivat</b>	<b>1 330</b>	<b>3 746</b>

## ■ NOT 6 Provisionskostnader

Mkr	2014	2013
Externa förvaltningsarvoden noterade tillgångar	130	121
Externa förvaltningsarvoden onoterade tillgångar	18	22
Övriga provisionskostnader inkl depåbankskostnader	14	12
<b>Summa provisionskostnader</b>	<b>162</b>	<b>155</b>

I provisionskostnader redovisas inte prestationsbaserade arvoden vilka uppgick till 103 (124) mkr, varav 91 (124) mkr avser noterade aktier och 12 (-) mkr avser onoterade aktier och andelar. Dessa redovisas direkt mot nettoresultat för respektive tillgångsslag.

Underliggande avgifter i s k total return swaps (TRS)<sup>1</sup> redovisas inte i provisionskostnader utan som en del av värdeförändringen under Nettoresultat, derivatinstrument. För 2014 uppgår underliggande kostnader i TRS:er till 20 (10) mkr.

Under året har totalt 171 (109) mkr erlagts i förvaltararvoden avseende onoterade tillgångar. Av dessa avser 153 (87) mkr avtal som medger återbetalning av erlagda förvaltningsarvoden före vinstdelning vid avyttring. Dessa redovisas som en del av tillgångens anskaffningsvärde.

<sup>1</sup> Se ordlista s. 66

TREDJE AP-FONDEN | NOTER

■ NOT 7 Personal

	2014		2013	
	totalt	varav kvinnor	totalt	varav kvinnor
Medelantal anställda	56	18	55	19
Anställda 31/12	57	20	53	17
Antal i ledningsgruppen 31/12	5	2	5	1

Personalkostnader i tkr, 2014	Löner och arvoden	Rörliga ersättningar	Pensionskostnader	Sociala kostnader	
				Inkl. särskild löneskatt	Summa
Styrelsens ordförande, Pär Nuder	110			35	145
<i>Övriga styrelseledamöter</i>					
Sonat Burman-Olsson	71		22	22	94
Björn Börjesson	102		32	32	133
Inga-Lill Carlberg	71		22	22	94
Peter Englund	50		16	16	66
Gunvor Engström	50		16	16	66
Lars Ernsäter	60		19	19	79
Peter Hellberg	60		19	19	79
Elisabeth Unell	50		16	16	66
<b>Summa</b>	<b>625</b>			<b>197</b>	<b>822</b>
VD Kerstin Hessius	4 084	1 250	1 587	6 861	
<i>Ledningsgruppen exkl. VD</i>					
Mattias Bylund	1 583		413	598	2 570
Gustaf Hagerud (avgick ur ledningsgruppen nov 2014)	2 940		855	1 131	4 878
Kerim Kaskal	2 684		929	1 069	4 637
Mårten Lindeberg	2 243		614	854	3 674
Lil Larås Lindgren (fr o m feb 2014)	1 107		354	434	1 878
<b>Summa ledningsgruppen exkl. VD</b>	<b>10 557</b>		<b>3 164</b>	<b>4 085</b>	<b>17 638</b>
Övriga anställda	51 118	4 376	14 967	20 699	91 388
<b>Summa</b>	<b>65 759</b>	<b>4 376</b>	<b>19 382</b>	<b>26 370</b>	<b>115 887</b>
Övriga personalkostnader	3 514				3 514
<b>Summa personalkostnader</b>	<b>69 898</b>	<b>4 376</b>	<b>19 382</b>	<b>26 567</b>	<b>120 223</b>

Personalkostnader i tkr, 2013	Löner och arvoden	Rörliga ersättningar	Pensionskostnader	Sociala kostnader	
				Inkl. särskild löneskatt	Summa
Styrelsens ordförande, Pär Nuder	110			35	145
<i>Övriga styrelseledamöter</i>					
Sonat Burman-Olsson	71		22	22	94
Björn Börjesson	102		32	32	133
Inga-Lill Carlberg	71		22	22	94
Peter Englund (fr o m juni 2013)	25		8	8	33
Gunvor Engström	50		16	16	66
Lars Ernsäter	60		19	19	79
Peter Hellberg	60		19	19	79
Elisabeth Unell	50		16	16	66
Kari Lotsberg (t o m maj 2013)	25				8
<b>Summa</b>	<b>625</b>			<b>197</b>	<b>832</b>
VD Kerstin Hessius	3 891		1 209	1 600	6 700
<i>Ledningsgruppen exkl. VD</i>					
Mattias Bylund	1 322		365	621	2 308
Gustaf Hagerud	2 879		820	1 212	4 911
Christina Kusoffsky Hillesöy	1 315		402	779	2 495
Kerim Kaskal (fr o m okt 2013)	670			211	880
Mårten Lindeberg	2 117		586	1 053	3 756
Katarina Utterström (t o m mars 2013)	592		126	271	988
<b>Summa ledningsgruppen exkl. VD</b>	<b>8 894</b>		<b>2 299</b>	<b>4 147</b>	<b>15 339</b>
Övriga anställda	46 811	4 157	14 141	18 260	83 369
<b>Summa</b>	<b>59 595</b>	<b>4 157</b>	<b>17 649</b>	<b>24 007</b>	<b>105 408</b>
Övriga personalkostnader	3 579				3 579
<b>Summa personalkostnader</b>	<b>63 799</b>	<b>4 157</b>	<b>17 649</b>	<b>24 203</b>	<b>109 808</b>

■ **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 2014 har 100 (100) tkr betalats ut i ersättning för utskottsarbete.

■ **Utskott** Ersättningsutskottet har under året bestått av tre ledamöter och bereder bl a frågor avseende VDs lön och förmåner samt löneram inför löne-revision. 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 förbinder 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. Uppsägningssön 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 november 2014 av VD samt cheferna för Kapitalförvaltning, Chief Investment Officer, Afärsstöd & kontroll/Chief Risk Officer samt Kommunikation. Fram till och med 31 oktober bestod ledningsgruppen även av en vice VD och tillika kapitalförvaltningschef som utgick ur ledningen i samband med att denne valde att säga upp sin anställning på fonden samt chefen för strategisk allokering som befordrades till Kapitalförvaltningschef. Fonden är ansluten till kollektivavtal mellan BAO och JUSEK/CR/CF (SACO). Endast VD och chefen för Kapitalförvaltning samt Chief Investment Officer har

## ■ NOT 7 forts.

villkor som avviker från kollektivavtalet. Fondens kapitalförvaltningschef samt Chief Investment Officer har en ömsesidig uppsägningstid om 6 månader. Vid uppsägning från fondens sida kan även 6 månaders avgångsvederlag utbetalas. Uppsägningsslön och avgångsvederlag ska avräknas mot erhållande av inkomst från ny tjänst eller näringsverksamhet. För övriga medlemmar i ledningsgruppen finns inga särskilda avtal avseende uppsägningstid, avgångsvederlag eller förtida pension. Medlemmarna i ledningsgruppen har erhållit skattepliktiga förmåner till värden mellan 0 (0) och 5 (15) 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 2014 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 2014 har fonden reserverat 4,4 (4,2) 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 1,2 (1,2) månadslöner per anställd som omfattas av programmet.

■ **Sjukfrånvaro** Total sjukfrånvaro under 2014 uppgick till 0,5% (0,6%) uppdelat på 0,4% (0,4%) för män och 0,7% (0,8%) för kvinnor. Ingen (0%) av fondens anställda har varit sjukskriven mer än 60 dagar i sträck under 2014.

■ **Övrigt**

Enligt hållbarhetsregelverket GRI ska bolag redovisa huruvida fackföreningsfrihet råder samt om det finns anställda under 18 år. I enlighet med svensk lag råder fackföreningsfrihet på AP3. Fonden har inga anställda under 18 år.

## ■ NOT 8 Övriga administrationskostnader

Mkr	2014	2013
Lokalkostnader	10	10
Informations- och datakostnader	30	36
Köpta tjänster	11	11
Övrigt	7	7
<b>Summa övriga administrationskostnader</b>	<b>58</b>	<b>64</b>

I köpta tjänster ovan ingår arvoden till revisionsbolag. Arvoden för konsulttjänster beställda av regeringskansliet uppgår till 0,9 (0,3) mkr.

Tkr	2014	2013
<b>Revisionsuppdrag</b>		
EY	818	1 050
<b>Andra uppdrag</b>		
KPMG	296	257
EY	23	93
<b>Summa</b>	<b>1 137</b>	<b>1 400</b>

## ■ NOT 9 Noterade aktier och andelar

Mkr	2014-12-21	2013-12-31
	Verkligt värde	Verkligt värde
Svenska aktier	32 966	34 126
Andelar i svenska fonder	1 567	1 387
Utländska aktier	79 658	68 931
Andelar i utländska fonder	23 735	24 071
<b>Summa noterade aktier och andelar</b>	<b>137 927</b>	<b>128 515</b>

En förteckning över fondens tio största aktieinnehav finns på sid 62. På fondens hemsida [www.ap3.se](http://www.ap3.se) återfinns en förteckning över fondens samtliga aktieinnehav.

■ NOT 10 Aktier och andelar, onoterade

AP3 hade per 31 dec 2014 gjort följande investeringar i onoterade värdepapper direkt och via riskkapitalbolag och fonder. Specifikation nedan visar de fem största innehaven baserat på investerat kapital. En specifikation över samtliga innehav med angivelse av startår på investeringen och investeringsåtagande återfinns på www.ap3.se.

	2014-12-31	2013-12-31
Mkr	Verkligt värde	Verkligt värde
Aktier i svenska dotter- och intressebolag	10 933	10 820
Aktier i övriga svenska bolag	749	764
Andelar i svenska riskkapitalbolag och fonder	681	1 308
Utländska aktier och andelar	19 654	16 194
<b>Summa aktier och andelar, onoterade</b>	<b>32 017</b>	<b>29 086</b>

	Organisations-nummer	Säte	Antal aktier	Ägarandel kapital	Verkligt värde	100% eget kapital 2014	100% resultat 2013
<b>Onoterade aktier i dotter- och intressebolag</b>							
Vasakronan Holding AB	556650-4196	Stockholm	1 000 000	25%	6 949	23 094	1 762
Hemsö Fastighets AB	556779-8169	Stockholm	700 000	70%	2 523	2 682	-361
Hemsö Intressenter AB	556917-4336	Stockholm	25 000	50%	527	545	12
Trophö Fastighets AB	556914-7647	Stockholm	1 000 000	100%	935	1 006	38
<b>Summa aktier i svenska dotter- och intressebolag</b>					<b>10 933</b>		

	Organisations-nummer	Säte	Antal aktier	Ägarandel kapital	Verkligt värde	2014 Anskaffningsvärde	2013 Anskaffningsvärde
--	----------------------	------	--------------	-------------------	----------------	------------------------	------------------------

<b>Övriga onoterade svenska aktier och andelar</b>							
Bergvik Skog AB	556610-2959	Falun	347	5%		174	174

<b>Fem största innehaven i svenska riskkapitalbolag och fonder<sup>1</sup></b>							
Verdane Capital VII				10%		139	117
IT Provider Fund IV				17%		127	127
Valedo Partners Fund I				20%		122	120
Litorina Capital III				11%		103	114
Verdane Capital VI				15%		44	51

<b>Fem största innehaven i utländska riskkapitalbolag och fonder<sup>1</sup></b>							
Carl LP Inc				100%		1 205	1 336
RMK GAC				100%		780	807
German Retail Income				92%		751	-
Innisfree PFI Secondary Fund 2 (ISF2)				18%		686	588
EuroPrisa				11%		452	472
Anskaffningsvärde resterande innehav						18 002	18 214
<b>Totalt anskaffningsvärde</b>						<b>22 585</b>	<b>22 120</b>
<b>Totalt verkligt värde</b>						<b>32 017</b>	<b>29 086</b>

En specifikation över samtliga innehav finns på www.ap3.se.

<sup>1</sup> Avser AP3s innehav i kommanditbolagsstrukturer och andra liknande strukturer där AP3 inte har ett väsentligt inflytande.

■ NOT 11 Obligationer och andra räntebärande tillgångar

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

	2014-12-31	2013-12-31
Mkr	Verkligt värde	Verkligt värde
Svenska staten	23 683	33 446
Svenska bostadsinstitut	6 862	8 365
Övriga svenska emittenter		
Finansiella företag	1 515	2 159
Icke-finansiella företag	13 984	15 372
Utländska stater	55 817	18 420
Övriga utländska emittenter	46 073	24 979
<b>Summa</b>	<b>147 934</b>	<b>102 741</b>
<b>Räntefonder</b>	<b>6 428</b>	<b>4 753</b>
<b>Summa</b>	<b>154 362</b>	<b>107 494</b>

■ NOT 11 forts.

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

	2014-12-31	2013-12-31
Mkr	Verkligt värde	Verkligt värde
Realränteb obligationer	16 522	23 350
Övriga obligationer	122 667	67 438
Certifikat	350	3 076
Onoterade reversslån	8 395	7 341
Övriga instrument	-	1 535
<b>Summa</b>	<b>147 934</b>	<b>102 741</b>
<b>Räntefonder</b>	<b>6 428</b>	<b>4 753</b>
<b>Summa</b>	<b>154 362</b>	<b>107 494</b>

Av obligationer och andra räntebärande värdepapper avser 29 820 (9 607) mkr återinvestering av erhållna kontantsäkerheter relaterade till värdepappersutlåning.



## ■ NOT 12 Derivatinstrument brutto

Mkr	2014-12-31			Mkr	2013-12-31		
	Nominellt värde	Positivt verkligt värde	Negativt verkligt värde		Nominellt värde	Positivt verkligt värde	Negativt verkligt värde
<b>AKTIERELATERADE INSTRUMENT</b>							
Optioner, OTC	Utställda, köp	-	-	Optioner, OTC	Utställda, köp	52	-7
	Utställda, sälj	-	-		Utställda, sälj	-	-
Optioner, clearade	Innehavda, köp	159	0	Optioner, clearade	Innehavda, köp	13	0
	Innehavda, sälj	1 409	20		Innehavda, sälj	25	0
	Utställda, köp	73	-		Utställda, köp	-	-
	Utställda, sälj	-	-		Utställda, sälj	-	-
Terminer		35 104	376	Terminer		23 147	646
Swappar		19 998	122	Swappar		10 423	69
<b>Summa</b>		<b>56 743</b>	<b>518</b>	<b>Summa</b>		<b>33 660</b>	<b>715</b>
varav clearat		36 745	396	varav clearat		23 185	-358
<b>RÄNTE- OCH KREDITRELATERADE INSTRUMENT</b>							
Optioner, clearade	Innehavda, köp	9 100	15	Optioner, clearade	Innehavda, köp	8 586	-
	Innehavda, sälj	918 154	57		Innehavda, sälj	730 238	4
	Utställda, köp	14 415	-		Utställda, köp	173 281	6
	Utställda, sälj	969 356	100		Utställda, sälj	763 957	84
FRA/Terminer		115 174	77	FRA/Terminer		223 288	163
CDS		39 334	789	CDS		23 457	316
Swappar		67 251	63	Swappar		13 940	187
<b>Summa</b>		<b>2 132 783</b>	<b>1 101</b>	<b>Summa</b>		<b>1 936 747</b>	<b>760</b>
varav clearat		2 026 198	249	varav clearat		1 899 350	-797
<b>VALUTARELATERADE INSTRUMENT</b>							
Optioner, OTC	Innehavda, köp	27 051	1 189	Optioner, OTC	Innehavda, köp	2 298	58
	Innehavda, sälj	41 733	724		Innehavda, sälj	2 108	17
	Utställda, köp	34 782	-		Utställda, köp	9 847	-
	Utställda, sälj	38 891	-		Utställda, sälj	2 305	-
Terminer		140 659	329	Terminer		100 143	1 531
Swappar		-	-	Swappar		-	-
<b>Summa</b>		<b>283 116</b>	<b>2 243</b>	<b>Summa</b>		<b>116 701</b>	<b>1 606</b>
Effekt av nettoredovisning		-	-	Effekt av nettoredovisning		-	-
<b>Summa derivatinstrument</b>		<b>2 472 641</b>	<b>3 862</b>	<b>Summa derivatinstrument</b>		<b>2 087 108</b>	<b>3 081</b>
			<b>-10 398</b>				<b>-1 899</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 anlitas. Fondens motparter för handel som ej clearas godkänns och limiteras av fondens styrelse och exponering inom ramen för dessa limiter bevakas löpande. Fonden använder marknadens standardiserade avtal för OTC-handel såsom exempelvis ISDA-avtal.

Utställda säljoptioner är 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 leveransrisk.

För en närmare beskrivning av riskhanteringen med avseende på derivatinstrument hänvisas till fondens riskhanteringsplan på [www.ap3.se](http://www.ap3.se).

TREDJE AP-FONDEN | NOTER

■ NOT 13 Övriga tillgångar

Mkr	2014-12-31	2013-12-31
Fondlikvidier	247	472
Återköpstransaktioner	10 664	11 134
Övriga tillgångar	-	0
Övriga kortfristiga fordringar	0	0
<b>Summa övriga tillgångar</b>	<b>10 911</b>	<b>11 606</b>

■ NOT 14 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

Mkr	2014-12-31	2013-12-31
Upplupna ränteintäkter	1 155	1 304
Upplupna utdelningar	84	71
Restititioner	82	45
Förutbetalda kostnader	41	45
Upplupna premier aktiefån	13	6
<b>Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter</b>	<b>1 375</b>	<b>1 470</b>

■ NOT 15 Övriga skulder

Mkr	2014-12-31	2013-12-31
Leverantörsskulder	7	5
Fondlikvidier	674	422
Löneskatter	0	0
Personalens källskatter	3	3
Återköpstransaktioner	2 768	6 442
Mottagna kontantsäkerheter	39 879	15 387
Övriga skulder	6	3
<b>Summa övriga skulder</b>	<b>43 336</b>	<b>22 262</b>

■ NOT 16 Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader

Mkr	2014-12-31	2013-12-31
Upplupna externa förvaltningskostnader	29	35
Övriga upplupna kostnader	10	14
Rörlig ersättning inkl sociala avgifter	12	9
<b>Summa förutbetalda intäkter och upplupna kostnader</b>	<b>51</b>	<b>58</b>

Utbetalning av rörlig ersättning för år 2012 utbetalades till 40% under 2013 och resterande del utbetalades under 2015. Utbetalning för rörlig ersättning för år 2013 utbetalades till 40% under 2014 och resterande del utbetalades under 2015. Avsättning för rörlig ersättning har även gjorts för år 2014, med 40% utbetalning 2015 och resterande del för utbetalning 2017.

■ NOT 17 Fondkapital

Mkr	2014-12-31	2013-12-31
<b>NETTOBETALNINGAR MOT PENSIONSSYSTEMET</b>		
<b>Ingående fondkapital</b>	<b>258 475</b>	<b>232 956</b>
Inbetalda pensionsavgifter	58 880	56 839
Utbetalda pensionsmedel innevarande år	-63 776	-63 490
Överflyttning av pensionsrätt till EG	-2	-2
Reglering av pensionsrätt	1	3
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	-224	-230
<b>Summa nettobetalingar mot pensionssystemet</b>	<b>-5 120</b>	<b>-6 880</b>
<b>Årets resultat</b>	<b>34 977</b>	<b>32 398</b>
<b>Utgående fondkapital</b>	<b>288 332</b>	<b>258 475</b>

■ NOT 18 Poster inom linjen

PANTER OCH DÄRMEJ JÄMFÖRLIGA SÄKERHETER STÄLLDA FÖR EGNA SKULDER

Mkr	2014-12-31	2013-12-31
<b>Panter för återköpstransaktioner</b>		
Mottagna säkerheter	10 671	11 116
Avlämnade säkerheter	2 768	6 442
<b>Panter för derivathandel</b>		
Erhållen kontantsäkerhet	0	0
Ställd kontantsäkerhet	817	89
<b>Utlånade värdepapper för vilka säkerheter erhållits</b>		
Utlånade värdepapper	39 876	14 985
Erhållen kontantsäkerhet	39 879	15 387
Ovanstående säkerheter finns redovisade i not 11, 13 samt 15.		

ÖVRIGA PANTER OCH JÄMFÖRLIGA SÄKERHETER

Mkr	2014-12-31	2013-12-31
<b>Utlånade värdepapper mot erhållen säkerhet i form av värdepapper</b>		
Utlånade värdepapper	15 396	10 398
Erhållen säkerhet i form av värdepapper	17 177	11 225

UTESTÄENDE ÅTAGANDEN

Mkr	2014-12-31	2013-12-31
Onoterade aktier	4 318	2 038
Fastighets- och skogsfonder	1 386	1 156

■ NOT 19 Närstående

AP3 hyr sina lokaler av Vasakronan AB till marknadsmässiga villkor.

## ■ NOT 20 Valutaexponering

## 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>
Kurssäkring	-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>

## VALUTAEXPONERADE TILLGÅNGAR PER VALUTA PER 31 DEC 2013

Mkr	EUR	GBP	JPY	USD	Övrigt	Totalt
Aktier och andelar	16 911	11 576	7 313	43 914	26 020	105 734
Exponering genom SEK-noterade bolag med utländsk hemvist <sup>1</sup>	435	532			1 159	2 127
Obligationer och andra räntebärande värdepapper	6 915	4 542	0	17 862	0	29 320
Derivat	-3 880	-484	13	-497	-36	-4 883
Övriga placeringstillgångar	1 772	-1 725	178	6 189	1 311	7 726
<b>Valutaexponering brutto</b>	<b>22 153</b>	<b>14 442</b>	<b>7 505</b>	<b>67 469</b>	<b>28 455</b>	<b>140 024</b>
Kurssäkring	-26 583	-10 526	-5 309	-36 157	-6 708	-85 283
<b>Total valutaexponering</b>	<b>-4 430</b>	<b>3 916</b>	<b>2 196</b>	<b>31 311</b>	<b>21 747</b>	<b>54 741</b>

<sup>1</sup> Att denna exponering anses utsatt för valutarisik är en följd av lagkrav.

## ■ NOT 21 Finansiella instrument, pris- och värderingshierarki

## 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>

## INVESTERINGSTILLGÅNGAR PER VÄRDERINGSKATEGORI PER 31 DEC 2013

Mkr	Observerbara priser i en aktiv marknad	Modellvärdering med observerbara indata	Modellvärdering med ej observerbara indata	Totalt
Noterade aktier och andelar	103 057	25 458	-	128 515
Onoterade aktier och andelar	-	-	28 863	28 863
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	93 236	6 693	7 788	107 718
Derivat, positiva marknadsvärden	903	2 178	-	3 081
<b>Summa investeringstillgångar</b>	<b>197 196</b>	<b>34 330</b>	<b>36 651</b>	<b>268 177</b>
Derivat, negativa marknadsvärden	-629	-1 271	-	-1 900
<b>Summa</b>	<b>196 567</b>	<b>33 060</b>	<b>36 651</b>	<b>266 277</b>

■ NOT 21 forts.

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

Mkr	Noterade aktier och andelar	Onoterade aktier och andelar	Obligationer och andra räntebärande 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	-	2 903
Förflyttning från nivå 1 eller 2	-	-	-	-	-
Förflyttning till nivå 1 eller 2	-	-	-	0	0
<b>Redovisat värde vid årets utgång</b>	<b>-</b>	<b>32 017</b>	<b>8 610</b>	<b>0</b>	<b>40 697</b>

FÖRÄNDRING AV TILLGÅNGAR UNDER MODELLVÄRDERING MED EJ OBSERVERBARA INDATA 2012 TILL 2013

Mkr	Noterade aktier och andelar	Onoterade aktier och andelar	Obligationer och andra räntebärande tillgångar	Derivat	Totalt
Redovisat värde vid årets ingång	-	23 103	3 344	-41	26 407
Investerat	-	4 090	3 411	-	7 502
Sålt/återbetalt under året	-	-2 484	-458	-	-2 942
Realiserad värdeförändring	-	-174	-3	-	-177
Orealiserad värdeförändring	-	2 616	-6	41	2 650
Förflyttning från nivå 1 eller 2	-	1 712	1 500	-	3 212
Förflyttning till nivå 1 eller 2	-	-	-	-	-
<b>Redovisat värde vid årets utgång</b>	<b>-</b>	<b>28 863</b>	<b>7 788</b>	<b>0</b>	<b>36 651</b>

AP3s 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 indeleverantörernas värderingspriser. I de fall tillgången inte inkluderas i något index eller där indeleverantörens 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 tillgängliga 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. Under 2013 utvecklades metoden för värdering av fastighetsbolag, se vidare not 4.

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 värenommerad 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 2014 hade inga sådana korrigeringar bedömts nödvändiga. Värderingen påverkas i första hand av de underliggande bolagens resultatutveckling, men också av aktiemarknadens värdering av jämförbara bolag. Förväntade diskonterade framtida kassaflöden har mindre betydelse för värderingen, då AP3s riskkapitalportfölj i första hand består av mogna bolag, s k buyouts.

I tabellen redovisas AP3s samtliga investeringstillgångar fördelade per värderingskategori. 89 (74) 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 -1,4 (-1,4) procent. Fondens värderingsrisk bedöms som begränsad. Under året har fonder exklusive riskkapitalfonder till ett värde av 31 731 mkr omklassificerats från modellvärdering med observerbara indata till observerbara priser i en aktiv marknad, varav 25 303 mkr återfinns under noterade aktier och andelar och 6 428 mkr återfinns under obligationer och andra räntebärande tillgångar.

■ NOT 22 Finansiella risker

RISK MÄTT SOM VALUE AT RISK FÖR AP3S PORTFÖLJ

Mkr	Lägsta nivå	Högsta nivå	Genomsnitt	31 dec	31 dec <sup>1</sup>
2014	876	2 374	1 415	1 946	1 367
2013	710	2 221	1 328	1 219	1 583

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

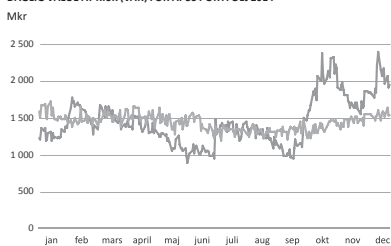
Fondens innehav är exponerade mot marknads- och kreditrisker, vilka kan innebära värdeförändringar när t ex aktiekurser, räntor, kreditspreadar och valutakurser förändras. AP3 använder Value at Risk (VaR) för att aggregera risk över samtliga risktyper. Per årskiftet uppgick fondens risk mätt som VaR för totalportföljen till

1 946 (1 219) mkr. AP3 beräknar VaR med 95 percenters 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 mätt som VaR har varierat mellan 876 (710) mkr och 2 374 (2 221) mkr under året. Skillnaderna i risknivå förklarar främst av förändrad marknadsvolatilitet och mindre av förändringar av portföljens sammansättning.

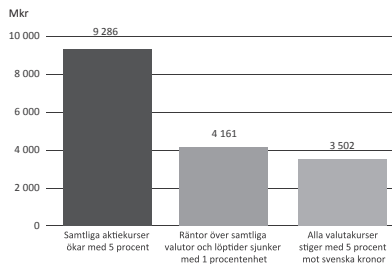
Tabellen ovan visar högsta och lägsta nivå på VaR samt risken i genomsnitt och vid slutet av året för AP3s portfölj. På sid 30 visas riskexponeringen fördelad på AP3s riskklasser.

DAGLIG VALUE AT RISK (VaR) FÖR AP3S PORTFÖLJ 2014



Känslighetsmätt av enkla slag kan användas för att få en förståelse för vilken resultatpåverkan en viss prisförändring skulle få baserat på utestående positioner i olika tillgångsslag. Om samtliga aktiekurser skulle förändras med 5 procent skulle det medföra en värdeförändring av AP3s aktieportfölj på 9 286 (8 527) mkr. En förändring av samtliga räntor med 1 procentenhet, ett s k parallellskifte av räntekurvan, skulle medföra en värdeförändring på 4 161 (2 364) mkr. På samma sätt skulle en förändring av samtliga valutakurser mot kronan på 5 procent resultera i en värdeförändring på 3 502 (1 891) mkr. Känslighetsmätten innehåller ingen bedömning av sannolikheten för att något ska inträffa och tar inte hänsyn till hur olika tillgångar rör sig i förhållande till varandra, s k korrelation.

ENKLA KÄNSLIGHETSMÄTT FÖR AP3S PORTFÖLJ 31 DEC 2014



Kreditrisken i AP3s portfölj för räntebärande fordringar och derivat kan beskrivas genom att titta på fördelningen av exponering per ratingkategori. Tabellen nedan visar att 72 (78) procent av fondens kreditriskexponering avser motparter med en rating från AAA till AA enligt kreditvärderingsinstitutet Standard & Poor's. Kreditriskexponeringen minskas 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 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>

EXPONERING MOT KREDITRISK PER 31 DEC 2013<sup>1</sup>

Mkr	KREDITBETYG				
	AAA	AA	A	BBB	<BBB- <sup>2</sup>
Statsobligationer	54 882	4 659	212		
Bostadsobligationer	8 594	148	60		1
Företagsobligationer	1 096	5 972	8 783	2 641	3 481
Depositioner & repor		2 696	10 119		
Derivat, nettofordran		111	926		
<b>Bruttoexponering</b>	<b>64 572</b>	<b>13 587</b>	<b>20 100</b>	<b>2 641</b>	<b>3 482</b>
Erhållna säkerheter		999	4 335		
<b>Nettoexponering</b>	<b>64 572</b>	<b>12 588</b>	<b>15 765</b>	<b>2 641</b>	<b>3 482</b>

<sup>1</sup> Inkluderar placeringar i noterade räntebärande värdepapper, depositioner och repor, icke clearade derivat där AP3 har en fordran på motparten samt återinvestering av erhållna kontantsäkerheter reterade till värdepappersutlåning. Då tabellen endast visar exponering mot kreditrisk kan den ej jämföras mot balansräkningen.

<sup>2</sup> 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 2014 har fondens andel i snitt legat på 34,9 (32,1) procent.

■ NOT 23 Finansiella tillgångar och skulder som nettas i balansräkningen eller lyder under kvittningsavtal

2014-12-31								
Tillgångar	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>

2013-12-31								
Skulder	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>

<sup>1</sup> Övriga instrument i balansräkningen som inte lyder under avtal som tillåter kvittning.

2013-12-31								
Tillgångar	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	2 178		2 178	1 039		1 139	903	3 081
Tillgångsrepor	5 354		5 354	4 335		1 019	5 780	11 134
Ej likviderade affärer							472	472
<b>Summa</b>	<b>7 532</b>	<b>0</b>	<b>7 532</b>	<b>5 373</b>	<b>0</b>	<b>2 158</b>	<b>7 155</b>	<b>14 687</b>

2013-12-31								
Skulder	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	1 270		1 270	1 039	89	142	629	1 899
Skuldrepor	6 442		6 442	4 335	6	2 101		6 442
Ej likviderade affärer							422	422
<b>Summa</b>	<b>7 712</b>	<b>0</b>	<b>7 712</b>	<b>5 373</b>	<b>95</b>	<b>2 244</b>	<b>1 051</b>	<b>8 763</b>

<sup>1</sup> Övriga instrument i balansräkningen som inte lyder under avtal som tillåter kvittning.

Styrelsens och verkställande direktörens underskrifter

Stockholm den 19 februari 2015

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 19 februari 2015

Jan Birgeron  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

Peter Strandh  
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 2014. Fondens årsredovisning ingår i den tryckta versionen av detta dokument på sidorna 34-57.

#### 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 2014 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 2014.

#### 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 19 februari 2015

Jan Birgersson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

Peter Strandh  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen



## Året i korthet – AP4 överträffar målen

AP4 överträffade både kort- och långsiktiga mål. Den aktiva förvaltningen överträffade index för tolfte halvåret i följd. Ett resultat på mer än 40 miljarder kronor ökade fondkapitalet till 295 miljarder kronor, en ny rekordnivå.

- 15,7 % i totalavkastning efter kostnader (16,4 procent). Totalavkastningen före kostnader uppgick till 15,8 (16,5) procent. AP4 gynnades av sin höga aktieandel.
- Över 6 % real genomsnittlig avkastning på tio år. AP4 har genererat 7,6 procent i årlig nominell avkastning efter kostnader i genomsnitt över tio år, vilket motsvarar 6,4 procent realt (inflationsjusterat). Sedan utvärderingsstarten (2001-07-01) uppgår den reala avkastningen till 4,7 procent årligen i genomsnitt. Det överträffar AP4:s långsiktiga reala mål om 4,5 procent årligen i genomsnitt.
- Bättre än index tolv halvår i följd. Den Taktiska förvaltningen överträffade jämförelseindex med 0,7 (0,5) procentenheter före kostnader. Det motsvarar 1,4 (0,9) miljarder kronor i extra resultatbidrag.
- 40 mdr kr i resultat ökade fondkapitalet till 295 mdr kr. Årets resultat uppgick till 40,2 (37,0) miljarder kronor. Fondkapitalet ökade till 295 (260) miljarder kronor. För de senaste tre åren uppgår det sammanlagda resultatet till över 100 miljarder kronor.
- Låga kostnader på 0,11 %. AP4:s kostnader är låga vid såväl inhemsk som internationell jämförelse. Förvaltningskostnaderna inklusive provisionskostnader uppgick till 0,11 (0,11) procent i årstakt av förvaltad kapital, vilket motsvarar 296 (277) miljoner kronor. Exklusive provisionskostnader uppgick andelen till 0,07 (0,08) procent.
- Mer än 5 mdr kr utbetalades till pensionssystemet. 5,1 (6,9) miljarder kronor betalades ut netto från fondkapitalet för att täcka pensionssystemets underskott mellan ut- och inbetalningar av pensioner. AP4 har totalt sedan 2009, då systemets nettoflöden blev negativa, betalat ut 25 miljarder kronor till pensionssystemet.
- Valutaexponeringen var 28,1 (28,6) procent vid årets utgång.
- Två fokusområden inom hållbarhet: klimatförändring och ägarstyrning.
- AP4:s koldioxidavtryck är 39 % lägre än 2012.
- Initiativ med FN för att minska koldioxidutsläpp. Portfolio Decarbonization Coalition (PDC) syftar till att investerare ska mäta sitt koldioxidavtryck och minska detsamma. Initiativet drivs av AP4 tillsammans med FN, Carbon Disclosure Project (CDP) samt Amundi och lanserades på toppmötet i FN, New York under hösten 2014.
- Utmärkelser för AP4:s förvaltningsstruktur samt miljöarbete.

295

miljarder kronor i fondkapital

15,7 %

i totalavkastning efter kostnader

Bättre än index

12 halvår i följd

40

miljarder kronor i resultat,  
bästa resultatet sedan start

Resultaträkning

Mkr	Not	2014	2013
<b>RÖRELSENS INTÄKTER</b>			
Räntenetto	2	2 736	2 967
Erhållna utdelningar		4 555	3 717
Nettoresultat, noterade aktier och andelar	3	13 295	29 520
Nettoresultat, onoterade aktier och andelar	4	1 109	3 510
Nettoresultat, räntebärande tillgångar		4 978	-2 389
Nettoresultat, derivatinstrument		459	2 316
Nettoresultat, valutakursförändringar		13 390	-2 367
Provisionskostnader	5	-101	-90
<b>Summa rörelsens intäkter</b>		<b>40 421</b>	<b>37 184</b>
<b>RÖRELSENS KOSTNADER</b>			
Personalkostnader	6	-125	-116
Övriga administrationskostnader	7	- 70	-71
<b>Summa rörelsens kostnader</b>		<b>-195</b>	<b>-187</b>
<b>ÅRETS RESULTAT</b>		<b>40 226</b>	<b>36 997</b>

Balansräkning

Mkr	Not	2014-12-31	2013-12-31
<b>TILLGÅNGAR</b>			
Aktier och andelar, noterade	8	177 065	150 173
Aktier och andelar, onoterade	9	14 696	13 782
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	10	104 030	87 254
Derivatinstrument	11	4 135	6 185
Likvida medel		3 892	2 342
Övriga tillgångar	12	252	338
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	13	1 605	1 719
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>		<b>305 675</b>	<b>261 793</b>
<b>SKULDER OCH FONDKAPITAL</b>			
<b>Skulder</b>			
Derivatinstrument	11	10 166	1 755
Övriga skulder	14	566	209
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	15	89	81
<b>Summa skulder</b>		<b>10 821</b>	<b>2 045</b>
<b>Fondkapital</b>			
Ingående fondkapital	16	259 748	229 631
Nettoutbetalningar till pensionssystemet		-5 120	-6 880
Årets resultat		40 226	36 997
<b>Summa fondkapital</b>		<b>294 854</b>	<b>259 748</b>
<b>SUMMA SKULDER OCH FONDKAPITAL</b>		<b>305 675</b>	<b>261 793</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 pensionssystemet med säte i Stockholm. Årsredovisning för räkenskapsåret 2014 har godkänts av styrelsen den 18 februari 2015. 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 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. Mot nu gällande IFRS är enda större skillnaden att koncernredovisning och kassaflödesanalys inte upprättas. Redovisningsprinciperna avseende nettoredovisning av ej likviderade fordringar och ej likviderade skulder samt repor och derivatinstrument har anpassats till IFRS (IAS 32) regler. Principförändringen påverkar endast posterna "Övriga tillgångar" respektive "Övriga skulder" i balansräkningen. Jämförelsesiffrorna för föregående år har omräknats. Övriga 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 en legal rättighet att nettoredovisa transaktioner och det finns en avsikt att erlagga likvid netto eller realisera tillgången och erlagga likvid för skulden samtidigt.

### Omräkning av utländsk valuta

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

### Aktier i dotterföretag/intresseföretag

Enligt lagen om allmänna pensionsfonder upptas aktier i dotterföretag/intresseföretag till verkligt värde. Verkligt värde

bestäms enligt samma metoder som tillämpas för onoterade aktier och andelar. Krav på att upprätta koncernredovisning föreligger inte.

### Värdering av finansiella instrument

Fondens samtliga placeringar värderas till verkligt värde varvid såväl realiserade som orealiserade värdeförändringar redovisas i resultaträkningen. I raderna Nettoresultat per 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.

#### Onoterade aktier och andelar

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

#### Onoterade aktier och andelar

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

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

Värdering avseende onoterade fastighetsaktier baseras på en värdering enligt substansvärdemetoden i den mån aktien inte varit föremål för transaktioner på en andrahandsmarknad. 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. 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. 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 räntestruktur tillfälle 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 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 övriga fall redovisas den erhållna säkerheten inte i balansräkningen utan anges separat under rubriken "Ställda pant, 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 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 aktuellt tillgångslag 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 förvärdad programvara kostnadsförs i normalfallet löpande.

**Skatter**

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

Fonden är från och med 2012 registrerad till mervärdesskatt och därmed 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

	2014	2013
<b>Ränteintäkter</b>		
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	2 514	2 421
Derivatinstrument	797	1 051
Övriga ränteintäkter	63	57
<b>Summa ränteintäkter</b>	<b>3 374</b>	<b>3 529</b>
<b>Räntekostnader</b>		
Derivatinstrument	-638	-562
Övriga räntekostnader	0	0
<b>Summa räntekostnader</b>	<b>-638</b>	<b>-562</b>
<b>Räntenetto</b>	<b>2 736</b>	<b>2 967</b>

Not 3. Nettoresultat, noterade aktier och andelar

	2014	2013
Resultat noterade aktier och andelar	13 395	29 612
Avgår courtage	-36	-34
Avgår prestationsbaserade arvoden	-64	-58
<b>Nettoresultat, noterade aktier och andelar</b>	<b>13 295</b>	<b>29 520</b>

Not 4. Nettoresultat, onoterade aktier och andelar

	2014	2013
Realiserat resultat	574	644
Orealiserade värdeförändringar	535	2 877
Avgår prestationsbaserade arvoden	0	-11
<b>Nettoresultat, onoterade aktier och andelar</b>	<b>1 109</b>	<b>3 510</b>

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. Den ändrade metoden för att beräkna verkligt värde har påverkat 2013 års resultat med 1 063 mkr, varav 853 mkr bedömdes som hänförligt till tidigare år. Resultateffekten var främst hänförligt till fondens innehav i Vasakronan Holding AB.

Not 5. Provisionskostnader

	2014	2013
Externa förvaltningsarvoden, noterade tillgångar	-90	-76
Externa förvaltningsarvoden, onoterade tillgångar	0	-4
Övriga provisionskostnader, inklusive depåbanksarvoden	-11	-10
<b>Provisionskostnader</b>	<b>-101</b>	<b>-90</b>

I provisionskostnader ingår inte prestationsbaserade arvoden. Prestationsbaserade arvoden har under året uppgått till 64 (69) mkr och reducerar nettoresultatet för respektive tillgångsslag. Externa förvaltningsarvoden för onoterade tillgångar redovisas under provisionskostnader i den mån avtalen inte medger återbetalning före vinstdelning i samband med framtida vinstgivande avyttringar. Under året har 48 (60) mkr erlagts i förvaltningsarvode avseende onoterade tillgångar. Av dessa avser 48 (56) mkr avtal som medger återbetalning av erlagda förvaltningsarvoden före vinstdelning vid avyttring. Dessa redovisas som en del av tillgångens anskaffningsvärde.

## Not 6. Personal

Antal anställda	2014		2013	
	Totalt	Kvinnor	Totalt	Kvinnor
Medelantal anställda	56	20	54	18
Antal anställda den 31 december	54	19	55	20
Antal personer i ledningsgruppen den 31 december	5	2	5	2

Personalkostnader i tkr, 2014	Löner och arvoden	Rörliga ersättningar	Pensionskostnader	Varav lönevaxling	Sociala kostnader <sup>3</sup>	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 utbetalats 50 TSEK 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.

Personalkostnader i tkr, 2013	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	-	-	-	149	656
Verkställande direktör Mats Andersson	3 098	-	1 787	711	1 407	6 292
<b>Övrig ledningsgrupp</b>						
Vice verkställande direktör och affärschef Magnus Eriksson	1 834	-	2 502	1 485	1 183	5 519
Administrativ direktör Agneta Wilhelmson Kåremar	1 397	-	1 402	384	779	3 578
Chef Affärs- och riskkontroll Nicklas Wikström	1 463	-	617	111	609	2 689
Chefsjurist Ulrika Malmberg Livijn	1 311	-	780	254	601	2 692
Övriga anställda	48 653	4 701	16 396	1 001	20 467	90 218
<b>Summa</b>	<b>58 380</b>	<b>4 701</b>	<b>23 484</b>	<b>3 946</b>	<b>25 233</b>	<b>111 798</b>
Övriga personalkostnader						3 731
<b>Summa personalkostnader</b>						<b>115 529</b>

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

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

#### Kostnader för personalavveckling

För 2014 var kostnaden för personalavveckling 1 787 (-) tkr och avsåg ersättning för lön och sociala avgifter i samband med avveckling av personal.

#### Löner och arvoden

Styrelsearvodet 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) utgår 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 Fjärde AP-fonden följer regeringens riktlinjer för ledande befattningshavare i AP-fonderna. Läs gärna mer om ersättningar under rubriken Ersättningar 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 överavkastning i förhållande till jämförelse- och referensindex, under förutsättning att fonden visar positivt resultat för räkenskapsåret. Maximalt utfall för helårsanställd utgör två månadslöner. För 2014 har kostnadsförts 4 809 (4 701) tkr 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 av bruttolön mot pensionspremie. Pensionspremiebetalningen uppräknas då med 5,8 procent som motsvarar skillnaden mellan fondens kostnad för löneskatt och sociala avgifter. Förfarandet är kostnadsneutralt för 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 uppgick 2014 totalt till 170 (159) tkr.

#### Not 7. Övriga administrationskostnader

	2014	2013
Lokalkostnader	12	12
Informations- och IT-kostnader	41	40
Köpta tjänster	9	11
Övriga administrationskostnader	8	8
<b>Summa övriga administrationskostnader</b>	<b>70</b>	<b>71</b>

I posten köpta tjänster ingår ersättning till revisionsföretag med:

Revisionsuppdrag, Ernst & Young	0,9	0,8
Revisionsverksamhet utöver revisionsuppdraget, Ernst & Young	0,2	0,3
<b>Summa ersättning till revisionsföretag</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>

#### Not 8. Aktier och andelar, noterade

	2014-12-31 Verkligt värde	2013-12-31 Verkligt värde
Svenska aktier	54 619	48 785
Utländska aktier	87 450	77 674
Andelar i svenska fonder	3 925	3 272
Andelar i utländska fonder	31 071	20 442
<b>Summa aktier och andelar, noterade</b>	<b>177 065</b>	<b>150 173</b>

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

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

## Not 8. Forts aktier och andelar, noterade

## 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		

## Fem största innehaven i svenska respektive utländska aktier, 2013-12-31

	Antal aktier	Verkligt värde	Ägarandel i %	
			kapital	röster
<i>Svenska aktier:</i>				
Hennes & Mauritz	15 128 116	4 481	0,9%	0,4%
Nordea	42 244 216	3 660	1,0%	1,0%
Atlas Copco	13 503 833	2 329	1,1%	1,0%
Ericsson	29 318 157	2 299	0,9%	0,6%
TeliaSonera	41 227 869	2 208	1,0%	1,0%
<i>Utländska aktier:</i>				
Apple	326 289	1 176		
Exxon Mobil Corp.	1 577 709	1 025		
Google	97 659	703		
Nestlé	1 468 079	692		
Microsoft	2 852 438	686		

## Not 9. Aktier och andelar, onoterade

	2014-12-31	2013-12-31
	Verkligt värde	Verkligt värde
Aktier i svenska intresseföretag	9 413	8 986
Aktier i utländska intresseföretag	579	269
Aktier & andelar i övriga svenska onoterade företag	1 747	1 370
Aktier & andelar i övriga utländska onoterade företag	2 956	3 157
<b>Summa aktier och andelar, onoterade</b>	<b>14 696</b>	<b>13 782</b>

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. Den ändrade metoden för att beräkna verkligt värde har påverkat 2013 års resultat med 1 063 mkr, varav 853 mkr bedömdes som hänförligt till tidigare år. Resultateffekten var främst hänförligt till fondens innehav i Vasakronan Holding AB. Se vidare not 4.

Aktier i intresseföretag, 2014-12-31	Organisations-nummer	Säte	Antal aktier	Ägarandel i % kapital	röster	Verkligt värde	Eget kapital	Resultat
<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.à.r.l.		Luxemburg	1 609 214	38	33	436	Ej publikt	Ej publikt
ASE Holdings II S.à.r.l.		Luxemburg	1 059 085 500	45	33	143	Ej publikt	Ej publikt
<b>Summa aktier i utländska intresseföretag</b>						<b>579</b>		

Not 9. Forts aktier och andelar, onoterade

Övriga innehav, 2014-12-31	Organisations-nummer	Säte	Antal aktier	Ägarandel i %		Anskaffningsvärde
Fem största innehaven i övriga aktier & andelar, svenska onoterade företag <sup>1)</sup>						
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

Fem största innehaven i övriga aktier & andelar, utländska onoterade företag <sup>1)</sup>

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 kommanditbolagsstrukturer och andra liknande strukturer där AP4 inte har ett väsentligt inflytande.

Aktier i intresseföretag, 2013-12-31	Organisations-nummer	Säte	Antal aktier	Ägarandel i %		Verkligt värde	Eget kapital	Resultat
<i>Aktier i svenska intresseföretag:</i>								
Vasakronan Holding AB	556650-4196	Stockholm	1 000 000	25	25	7 010	24 357	3 844
Rikshem Intressenter AB	556806-2466	Stockholm	250	50	50	1 976	3 646	1 432
Rikshem Intressenter Holding AB	556924-0715	Stockholm	50	100	100	0	0	0
<b>Summa aktier i svenska intresseföretag</b>						<b>8 986</b>		
<i>Aktier i utländska intresseföretag:</i>								
ASE Holdings S.à.r.l.		Luxemburg	37 780	38	33	269	Ej publikt	Ej publikt
<b>Summa aktier i utländska intresseföretag</b>						<b>269</b>		

Övriga innehav, 2013-12-31	Organisations-nummer	Säte	Antal aktier	Ägarandel i %		Anskaffningsvärde
<b>Fem största innehaven i övriga aktier &amp; andelar, svenska onoterade företag <sup>1)</sup></b>						
PCP Debenture IIB	556805-6310	Stockholm		48	-	703
Hemfosa Fastigheter AB	556917-4377	Stockholm	3 846 677	15	15	390
Priveq Investment Fund III KB	969704-1524	Stockholm		31	31	139
HealthCap Annex Fund I - II KB	969690-2049	Stockholm		20	20	77
Accent Equity 2003 KB	969694-7739	Stockholm		19	19	63
<b>Fem största innehaven i övriga aktier &amp; andelar, utländska onoterade företag <sup>1)</sup></b>						
EQT IV (No 1) L.P.		Guernsey		4	-	511
EQT V (No 1) L.P.		Guernsey		2	-	347
Private Equity Multi-Strategy (AP) Offshore L.P.		Caymanöarna		95	-	313
TMAM-GO Japan Engagement Fund L.P.		Storbritannien		49	-	291
EQT Infrastructure (No. 1) L.P.		Guernsey		3	-	218

<sup>1)</sup> Avser AP4:s innehav i kommanditbolagsstrukturer 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

	2014-12-31		2013-12-31	
	Verkligt värde		Verkligt värde	
<b>Fördelning per emittentkategori</b>				
Svenska staten	11 412		7 613	
Svenska kommuner	0		543	
Svenska bostadsinstitut	22 290		21 234	
Övriga svenska finansiella företag	9 606		9 526	
Svenska icke-finansiella företag	5 353		6 149	
Utländska stater	17 798		18 325	
Övriga utländska emittenter	37 571		23 864	
<b>Summa räntebärande tillgångar</b>	<b>104 030</b>		<b>87 254</b>	
<b>Fördelning per instrumenttyp</b>				
Realränteobligationer	169		-	
Övriga obligationer	95 433		79 185	
Statsskuldväxlar	0		530	
Förlagslån	3 281		2 194	
Onoterade reverslån	3 000		3 000	
Onoterade aktieägarlån	2 146		2 345	
<b>Summa räntebärande tillgångar</b>	<b>104 030</b>		<b>87 254</b>	

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

## Not 11. Derivatinstrument

	2014-12-31			2013-12-31		
	Nominella belopp	Verkligt värde		Nominella belopp	Verkligt värde	
		Positivt	Negativt		Positivt	Negativt
<i>Aktierelaterade instrument:</i>						
Optioner, innehavda	-	-	-	3 957	3 957	-
Optioner, utställda	-	-	-	2	-	2
Terminer	18 542	-	-	15 149	-	-
<b>Summa aktierelaterade instrument</b>	<b>18 542</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>19 108</b>	<b>3 957</b>	<b>2</b>
varav clearat	18 542			15 149		
<i>Ränterelaterade instrument:</i>						
FRA / Terminer	421 063	-	-	447 980	-	-
Swappar	26 464	136	287	21 992	91	229
<b>Summa ränterelaterade instrument</b>	<b>447 527</b>	<b>136</b>	<b>287</b>	<b>469 972</b>	<b>91</b>	<b>229</b>
varav clearat	421 063			447 980	-	-
<i>Valutarelaterade instrument:</i>						
Optioner	155 655	3 487	3 298	90 789	864	833
Terminer	131 336	512	6 470	109 635	1 273	691
Swappar	773	0	110	-	-	-
<b>Summa valutarelaterade instrument</b>	<b>287 764</b>	<b>3 999</b>	<b>9 879</b>	<b>200 424</b>	<b>2 137</b>	<b>1 524</b>
<b>Summa derivatinstrument</b>	<b>753 833</b>	<b>4 135</b>	<b>10 166</b>	<b>689 504</b>	<b>6 185</b>	<b>1 755</b>
varav clearat	439 605			463 129		

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 och credit default swaps har en längre löptid och av dessa är det 22 (40) kontrakt som har ett negativt verkligt värde. Dessa redovisas i tabellerna nedan.

#### 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 Swaps, 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>

#### Utställda valutaoptioner, 2013-12-31

Valutapar	Tid till förfall, år	Verkligt värde, mkr
USD/JPY	1,2	-138
USD/JPY	1,2	-52
USD/JPY	1,9	-28
USD/JPY	2,7	-27
USD/JPY	1,2	-20
USD/JPY	1,2	-19
EUR/USD	1,2	-16
EUR/USD	1,2	-16
USD/JPY	2,3	-15
USD/JPY	2,3	-15
USD/JPY	1,2	-9
USD/JPY	1,9	-6
EUR/SEK	1,1	-1
USD/JPY	1,2	-1
EUR/USD	1,2	0
EUR/USD	1,2	0
EUR/USD	1,2	0
EUR/USD	1,2	0
EUR/USD	1,2	0
<b>Summa</b>		<b>-363</b>

#### Credit Default Swaps, 2013-12-31

Valutapar	Tid till förfall, år	Verkligt värde, mkr
CDS Index	2,5	-24
CDS Index	2,5	-24
CDS Index	5,0	-23
CDS Index	5,0	-23
CDS Index	5,0	-19
CDS Index	5,0	-17
CDS Index	5,0	-17
CDS Index	5,0	-17
CDS Index	5,0	-14
CDS Index	5,0	-13
CDS Index	7,6	-10
CDS Index	7,6	-10
CDS Single	3,3	-6
CDS Single	3,5	-3
CDS Single	3,3	-3
CDS Single	5,0	-2
CDS Single	5,0	-1
CDS Single	1,5	0
CDS Single	5,0	0
CDS Single	4,3	0
CDS Single	4,7	0
<b>Summa</b>		<b>-228</b>

Not 12. Övriga tillgångar

	2014-12-31	2013-12-31
Ej likviderade fordringar	250	336
Övriga tillgångar	2	2
<b>Summa övriga tillgångar</b>	<b>252</b>	<b>338</b>

Not 13. Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

	2014-12-31	2013-12-31
Upplupna ränteintäkter	1 427	1 588
Upplupna utdelningar och restitutioner	170	124
Övriga förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	8	7
<b>Summa förutbetalda kostnader och upplupna intäkter</b>	<b>1 605</b>	<b>1 719</b>

Not 14. Övriga skulder

	2014-12-31	2013-12-31
Leverantörsskulder	12	7
Ej likviderade skulder	546	196
Övriga skulder	8	6
<b>Summa övriga skulder</b>	<b>566</b>	<b>209</b>

Samtliga skulder har en löptid understigande ett år.

Not 15. Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader

	2014-12-31	2013-12-31
Upplupna räntekostnader	62	34
Upplupna personalkostnader	14	14
Upplupna externa förvaltningsarvoden	9	27
Övriga upplupna kostnader	4	6
<b>Summa förutbetalda intäkter och upplupna kostnader</b>	<b>89</b>	<b>81</b>

Samtliga förutbetalda intäkter och upplupna kostnader har en löptid understigande ett år.

Not 16. Fondkapital

	2014-12-31	2013-12-31
Ingående fondkapital	259 748	229 631
<b>Nettobetalingar mot pensionssystemet:</b>		
Inbetalda pensionsavgifter	58 880	56 839
Utbetalda pensionsmedel till Pensionsmyndigheten	-63 775	-63 490
Överflyttning av pensionsrätter till EG	-2	-2
Reglering av pensionsrätt	1	3
Administrationsersättning till Pensionsmyndigheten	-224	-230
<b>Summa nettoutbetalningar till pensionssystemet</b>	<b>-5 120</b>	<b>-6 880</b>
<b>Årets resultat</b>	<b>40 226</b>	<b>36 997</b>
<b>Utgående fondkapital</b>	<b>294 854</b>	<b>259 748</b>

Not 17. Ställda panter, ansvarsförbindelser och åtaganden

	2014-12-31	2013-12-31
<b>Övriga ställda panter och jämförliga säkerheter:</b>		
Utlånade värdepapper mot erhållen säkerhet i form av värdepapper <sup>1</sup>	16 252	13 277
Ställda säkerheter avseende börsclearade derivatavtal	1 640	1 419
Ställda säkerheter avseende OTC-derivatavtal <sup>2</sup>	5 755	1 060
<b>Åtaganden:</b>		
Investeringsåtaganden om framtida betalningar för alternativa och strategiska investeringar	5 932	4 042
Teckningsåtagande, se not 18	8 000	3 500

<sup>1</sup> Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper uppgår till 16 899 (13 882) mkr.

<sup>2</sup> Erhållna säkerheter avseende OTC-derivatavtal uppgår till 22 (4 419) mkr.

Not 18. Närtstående

Rikshem Intressenter AB som ägs till 50 procent av AP4 och Vasakronan Holding AB som ägs till 25 procent av AP4, har mottagit aktieägartillskott och aktieägarlån.

	2014-12-31	2013-12-31
<b>Rikshem Intressenter AB</b>		
Aktieägartillskott	2 464	1 976
Ågarlån	1 569	1 419
<b>Summa</b>	<b>4 033</b>	<b>3 395</b>
<b>Vasakronan Holding AB</b>		
Aktieägartillskott	6 849	6 910
Ågarlån	3 000	3 000
<b>Summa</b>	<b>9 849</b>	<b>9 910</b>

	2014	2013
<b>Ränteintäkter</b>		
Rikshem Intressenter AB	105	99
Vasakronan Holding AB	233	244

AP4 hyr sina lokaler från Vasakronan till marknadsmissiga villkor. Hyreskostnader uppgår till 11 (11) mkr.

AP4 har åtagit sig att på Rikshems begäran köpa företagscertifikat i bolaget med upp till ett vid var tid högsta sammanlagda likvidbelopp om 3 500 (3 500) mkr.

AP4 har åtagit sig att på Vasakronans begäran köpa företagscertifikat i bolaget med upp till ett vid var tid högsta sammanlagda likvidbelopp om 4 500 (-) mkr.

Avseende löner och ersättningar till styrelse och ledande befattningshavare, se not 6.

Not 19. Finansiella instrument, pris- och värderingshierarki

Verkligt värde, Mkr	2014-12-31			Totalt
	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	
<b>Finansiella tillgångar</b>				
Aktier och andelar, noterade	141 892	33 896	1 278	177 065
Aktier och andelar, onoterade	0	0	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 <sup>1</sup></b>	<b>240 266</b>	<b>28 025</b>	<b>21 469</b>	<b>289 760</b>
<b>2013-12-31</b>				
Verkligt värde, Mkr	Nivå 1	Nivå 2	Nivå 3	Totalt
<b>Finansiella tillgångar</b>				
Aktier och andelar, noterade	148 772	1 401	-	150 173
Aktier och andelar, onoterade	-	-	13 782	13 782
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	81 252	291	5 711	87 254
Derivatinstrument	4 001	2 185	-	6 185
<b>Summa finansiella tillgångar</b>	<b>234 024</b>	<b>3 877</b>	<b>19 493</b>	<b>257 395</b>
<b>Finansiella skulder</b>				
Derivatinstrument	-217	-1 538	-	-1 755
<b>Summa finansiella skulder</b>	<b>-217</b>	<b>-1 538</b>	<b>-</b>	<b>-1 755</b>
<b>Netto finansiella tillgångar och skulder <sup>1</sup></b>	<b>233 807</b>	<b>2 339</b>	<b>19 493</b>	<b>255 640</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 mer än 80 procent av fondens placeringsstillgångar.

**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 för indirekt värdering, som regelbundet uppdateras. Dessutom krävs att det inte finns inlösningseffekter som har betydande inverkan på värderingen vid en eventuell likvidering. I denna kategori återfinns hos AP4 främst marknadsnoterade aktiefonder med få avslut men med observerbar indata 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 observerbar likvid 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 är likvid och 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 inte kan klassificeras till nivå 1 eller nivå 2. Här återfinns i huvudsak onoterade aktier och ägarlån i direktägda fastighetsbolag samt onoterade aktier i riskkapitalbolag. För riskkapitalbolag används främst IPEV:s principer som ramverk vilket innefattar ett flertal värderingsmetoder såsom värdering baserat på faktiska transaktioner, multipelvärdering substansvärdering och diskonterat kassaflöde. För innehav i direktägda fastighetsbolag används främst principerna från IPD Svenskt Fastighetsindex som ramverk där två grundmetoder är rådande. Dessa är ortsprismetod och indirekt avkastningsmetod (nuvärdesmetod).

Ortsprismetoden innebär att fastighetsinnehav jämförs med liknande objekt som sålts på öppen marknad medan indirekt avkastningsmetod innebär att framtida prognostiserade kassaflöden diskonteras.

**Känslighetsanalys**

Enligt IFRS ska en känslighetsanalys presenteras med hjälp av en 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 vakanser, 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.

Känslighetsanalyser för AP4:s två största fastighetsinnehav, Vasakronan, med ett aktievärde på 5,8 mdkr, och Rikshem, med ett aktievärde på 2,3 mdkr, det vill säga mer än 50 procent av onoterade aktier inom nivå 3, har tagits fram av fastighetsbolagen. Enligt analyserna skulle en förändring av direktavkastningskravet med +/- 0,25 procentenheter förändra värdet på aktieinnehavet i Vasakronan med cirka -0,6/+0,7 mdkr och i Rikshem med cirka -1,1/+1,3 mdkr.

För värderingen av AP4:s investeringar i riskkapitalbolag under onoterade aktier, motsvarande 3,2 mdkr, görs väsentliga antaganden om värderingsmultiplar och framtida kassaflöden. Om dessa antaganden ändras med +/- 10 procent skulle värderingen av dessa investeringar förändras med +/- 0,3 mdkr.

Vad gäller AP4:s högavkastande räntebärande tillgångar under onoterade aktier baseras värderingen väsentligen på diskonteringsräntor för räntentäckta och återbetalning av lån. En förändring av diskonteringsräntor med +/- 1 procentenhet för alla löptider skulle medföra värderingsförändringar på +/- 40 mkr.

## Förändringar i nivå 3

	Obligationer och andra räntebärande tillgångar	Aktier och andelar noterade	Aktier och andelar onoterat
<b>Ingående balans 2014-01-01</b> <sup>1</sup>	5 711	1 401	13 782
Realiserade och orealiserade vinster (+) eller förluster (-) i resultaträkningen*	-18	208	655
Köp	488	338	1 139
Försäljning	-686	-669	-880
<b>Utgående balans 2014-12-31</b>	<b>5 495</b>	<b>1 278</b>	<b>14 696</b>
*Varav orealiserat resultat	-18	117	314

<sup>1</sup>Ingående balans för aktier och andelar noterade har justerats på grund av omklassificering av noterade riskkapitalfonder från nivå 2 till nivå 3.

	Obligationer och andra räntebärande tillgångar	Aktier och andelar noterade	Aktier och andelar onoterat
<b>Ingående balans 2013-01-01</b> <sup>1</sup>	5 588	-	9 963
Realiserade och orealiserade vinster (+) eller förluster (-) i resultaträkningen*	26	-	2 797
Köp	795	-	1 634
Försäljning	-697	-	-613
<b>Utgående balans 2013-12-31</b>	<b>5 711</b>	<b>-</b>	<b>13 782</b>
*Varav orealiserat resultat	26	-	2 223

<sup>1</sup> Ingående balans för obligationer och andra räntebärande instrument har justerats på grund av en omklassificering av två innehav från nivå 1 till nivå 3.

## 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.

Compliancefunktionen 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 målsättning 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. Fonden har som mål att hålla en hög andel noterade aktier och räntebärande instrument.

#### Aktieprisrisk

Med aktieprisrisk avses förväntad variation i marknadsvärdet hos aktier. Aktieprisrisk hanteras genom diversifiering över regioner, länder och sektorer.

#### Ränterisk

Endast 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 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.

#### Placeringsstillgångarnas 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.

Placeringsstillgångarnas risk 2014-12-31

Förvaltningshorisonter	2014-12-31		2013-12-31 <sup>3</sup>		Bidrag volatilitet % 12 mån portfölj	VaR, innehavs- period 1 dag <sup>2</sup>
	VaR, ex-ante Innehavs- period 10 dagar	Bidrag volatilitet % 12 mån portfölj	VaR, innehavs- period 1 dag <sup>2</sup>	VaR, ex-ante Innehavs- period 10 dagar		
Aktier	7 132	7,51	1 682	6 987	8,36	1 432
Räntebärande	-211	-0,22	-61	-229	-0,27	13
Valuta	-333	-0,35	201	-451	-0,54	132
S:a Normalportfölj	6 589	6,94	1 822	6 307	7,54	1 576
Strategisk Förvaltning <sup>1</sup>	390	0,41	-27	264	0,32	-103
Taktisk förvaltning	126	0,13	3	224	0,27	7
<b>Summa placeringstillgångar</b>	<b>7 087</b>	<b>7,46</b>	<b>1 797</b>	<b>6 817</b>	<b>8,15</b>	<b>1 481</b>
varav Passiv förvaltning	-18	-0,02		22	0,03	

<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 försvårar möjligheten till att prognosticera riskerna för dessa tillgångar på ett tillfredställande sätt i fondens risksystem BarraOne. Fonden har därför valt att använda alternativa noterade värdepapper som approximationer för dessa innehav. Totalt är det för 15,4 procent av de strategiska tillgångarna som approximationer används. Av detta utgör fastighetsinnehav 5,4 procent och som approximation används svenska noterade fastighetsaktier. Vidare utgör lågkreditindexmandat 4,3 procent och som approximation används motsvarande regionala MSCI-index. Ytterligare 2,7 procent utgörs av ett externt förvaltad aktiemandat inom tillväxtmarknader och detta approximeras med MSCI Emerging Markets.

<sup>2</sup> För att möjliggöra jämförelse med Första, Andra och Tredje AP-fonden har fonden även skattat VaR utifrån en endags innehavsperiod, 95 procents konfidensnivå samt en datalängd om ett år där observationerna ges lika vikt. Här har en simuleringsmetod med historisk avkastningsfördelning använts för beräkningen.

<sup>3</sup> För jämförelse visas riskuppgifter enligt årets nya uppställning även för år 2013. Då risken för år 2013 nu prognostiseras i AP4:s risksystem BarraOne erhålls något avvikande värden jämfört med de värden som presenterades i noten i årsredovisningen för 2013. Anledningen är bland annat att riskmodellen, kovariansmatrisen, i BarraOne har uppdaterats sedan dess. Även VaR-prognoserna för 2013, som baseras på ett års daglig data med lika vikt, avviker något från förra årsredovisningen. Detta beror på att en annan prognosmodell, med annan indelning av tillgångarna, används nu jämfört med förra året.

## 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 28,1 (28,6) procent. I nedanstående tabell presenteras fondens valutaexponering.

## Valutaexponering

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>

2013-12-31	USD	EUR	GBP	JPY	Övriga	Summa
Aktier och andelar	61 372	17 594	8 673	8 376	9 697	105 712
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	24 184	14 046	7 062	0	0	45 292
Derivatinstrument, exkl valutaderivat	-99	-31	0	2	0	-127
Övriga fordringar och skulder, netto	992	492	225	186	276	2 171
Valutaderivat	-34 027	-23 416	-7 584	-3 410	-10 238	-78 675
<b>Valutaexponering, netto</b>	<b>52 422</b>	<b>8 685</b>	<b>8 376</b>	<b>5 154</b>	<b>-265</b>	<b>74 373</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

2014-12-31	Obligationer exponering <sup>2</sup>	Verkligt värde <sup>2</sup>	Icke standardiserade derivat Pant/säkerhet	Resterande risk
Ratingklasser				
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 <sup>1</sup>	5 387			
<b>Summa kreditriskexponering</b>	<b>104 881</b>	<b>-6 024</b>	<b>6 032</b>	<b>8</b>

2013-12-31	Obligationer exponering <sup>2</sup>	Verkligt värde <sup>2</sup>	Icke standardiserade derivat Pant/säkerhet	Resterande risk
Ratingklasser				
AAA	46 807			
AA	22 893	172	-15	157
A	6 952	4 394	-4 145	249
BBB	6 096	13	49	62
Saknar rating <sup>1</sup>	5 729			
<b>Summa kreditriskexponering</b>	<b>88 477</b>	<b>4 579</b>	<b>-4 111</b>	<b>468</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 förfallostruktur

Likviditetsrisk 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>

Likviditetsrisk förfallostruktur 2013-12-31						
Löptid	< 1 år	1 < 3 år	3 < 5 år	5 < 10 år	> 10 år	Total
Nominellt stat	760	2 476	3 925	16 810	5 126	29 097
Nominellt kredit	1 582	24 557	23 848	8 192	1 201	59 380
<b>Total</b>	<b>2 342</b>	<b>27 033</b>	<b>27 773</b>	<b>25 001</b>	<b>6 327</b>	<b>88 477</b>

Samtliga skulder har en löptid understigande ett år förutom ett fåtal valutoptioner 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 Credit Support Annex, 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

2014-12-31	Belopp som inte nettas i balansräkningen							Summa i balansräkning
	Brutto-belopp	Nettade belopp i balansräkning	Nettobelopp i balansräkning	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>

2013-12-31	Belopp som inte nettas i balansräkningen							Summa i balansräkning
	Brutto-belopp	Nettade belopp i balansräkning	Nettobelopp i balansräkning	Kvittning av finansiella instrument enligt avtal	Erhållna säkerheter	Nettobelopp efter kvittning	Övrigt <sup>1</sup>	
<b>Tillgångar</b>								
Derivatinstrument	6 185	0	6 185	1 471	3 974	740	-	6 185
Ej likviderade fordringar	260	259	1	-	-	1	335	336
<b>Summa</b>	<b>6 445</b>	<b>259</b>	<b>6 186</b>	<b>1 471</b>	<b>3 974</b>	<b>741</b>	<b>335</b>	<b>6 521</b>
<b>Skulder</b>								
Derivatinstrument	1 755	0	1 755	1 471	221	63	-	1 755
Ej likviderade skulder	260	259	1	-	-	1	195	196
<b>Summa</b>	<b>2 015</b>	<b>259</b>	<b>1 756</b>	<b>1 471</b>	<b>221</b>	<b>64</b>	<b>195</b>	<b>1 951</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 18 februari 2015

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 19 februari 2015

Jan Birgeron  
AUKTORISERAD REVISOR  
Förordnad av regeringen

Peter Strandh  
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 2014. Fondens årsredovisning återfinns under huvudrubrikerna Förvaltningsberättelse och Räkenskaper, sid 57-78.

### 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 Fjärde AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2014 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 2014.

### 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 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 19 februari 2015

Jan Birgersson  
AUKTORISERAD REVISOR  
Förordnad av regeringen

Peter Strandh  
AUKTORISERAD REVISOR  
Förordnad av regeringen

# ÅRET I KORTHET

Årets avkastning  
uppgick till  
**6,5 %**

Årets resultat  
uppgick till  
**1 441 MSEK**

Den genomsnittliga  
avkastningen  
de senaste 10 åren  
uppgick till  
**5,4 %**

## DIREKTINVESTERINGAR

- Co-investering i Bureau van Dijk med EQT VI. Bolaget är en ledande global aktör som tillhandahåller företagsinformation.
- Co-investering i Siemens Audiology Solutions med EQT VI. Bolaget är en ledande global tillverkare av hörselhjälpmedel.
- Co-investering i Lindorff med Nordic Capital fond VIII. Lindorff är ett ledande europeiskt inkassoföretag med huvudkontor i Oslo.
- Direktinvestering i svenska Tobii Technology. Bolaget är världsledande inom så kallad eye tracking, en teknik som gör att datorn kan avgöra exakt var man tittar.
- Co-investering i Visma med HgCapital. Visma är en av Nordens ledande leverantörer av programvara och tjänster för ekonomisk administration.
- Försäljning av Holmbergs Childsafety. Holmbergs Childsafety är en ledande leverantör av utrustning för barnsäkerhet i bilar.
- Försäljning av Unfors RaySafe till Fluke Corporation. Unfors RaySafe har en världsledande position på marknaden för kvalitetssäkring av röntgenutrustning.

## FONDINVESTERINGAR

- Utfästelse till ny fond: Bridgepoint
- Utfästelse till befintliga fonder: Cubera och Northzone

## HÅLLBARHET

- AP6 har genomfört sin första klimatanalys, som syftar till att beräkna omfattningen av de koldioxidutsläpp AP6 finansierar genom sina investeringar. Av praktiska skäl omfattar analysen 80 procent av portföljens värde. Med beaktande av detta är bedömningen att de mest koldioxidintensiva företagen i portföljen likväl fångas upp.  
  
Resultatet indikerar att AP6:s portfölj är mindre koldioxidintensiv än motsvarande investering i jämförelseindex. Uppskattade utsläpp per investerad krona bedöms vara cirka en tredjedel lägre än för motsvarande investering enligt indexet MSCI World.
- Rekrytering av specialistkompetens i syfte att ytterligare utveckla arbetet med hållbarhet i portföljen, både hos direktinvesteringar och fondinvesteringar.
- AP6 har tagit fram en egen modell för att mäta fondbolagens arbete med hållbarhet.
- AP6 nominerades till hållbarhetspris vid Responsible Investor Reporting Awards 2014 i London.

## INVESTERINGSORGANISATION

- Genom rekrytering av investment director till direktinvesteringar och fondanalytiker till fondinvesteringar, förstärks investeringsorganisationen ytterligare.

# Resultaträkning

MSEK	Not	2014	2013
<b>Investeringsverksamheten</b>			
Nettoreultat noterade aktier och andelar	2	291	751
Nettoreultat onoterade aktier och andelar	3	1 182	1 064
Aktieutdelning		86	31
Ränteintäkter/-kostnader, netto	4	82	112
Övriga finansiella intäkter och kostnader	5	-80	23
Förvaltningskostnader	6, 8	-72	-71
Gemensamma kostnader	7, 8	-48	-50
<b>Årets resultat</b>		<b>1 441</b>	<b>1 860</b>

>> BALANSRÄKNING

# Balansräkning

MSEK	Not	2014-12-31	2013-12-31
<b>TILLGÅNGAR</b>			
<b>Placeringsstillgångar</b>			
Aktier och andelar i noterade bolag och fonder	9, 10	1 615	2 193
Aktier och andelar i onoterade bolag och fonder	9, 11	16 785	14 595
Övriga räntebärande värdepapper	9, 12	5 069	5 022
<b>Summa placeringstillgångar</b>		<b>23 469</b>	<b>21 810</b>
<b>Fordringar och andra tillgångar</b>			
Derivat för valutasäkring		86	104
Övriga kortfristiga fordringar		1	13
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	13	71	81
Likvida medel		210	179
<b>Summa fordringar och andra tillgångar</b>		<b>368</b>	<b>377</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>		<b>23 837</b>	<b>22 187</b>
<b>FONDKAPITAL OCH SKULDER</b>			
<b>Fondkapital</b>			
Grundkapital		10 366	10 366
Balanserat resultat		11 743	9 883
Årets resultat		1 441	1 860
<b>SUMMA FONDKAPITAL</b>		<b>23 550</b>	<b>22 109</b>
<b>Kortfristiga skulder</b>			
Derivat för valutasäkring		248	54
Upplupna kostnader		34	16
Övriga kortfristiga skulder	15	5	8
<b>Summa kortfristiga skulder</b>		<b>287</b>	<b>78</b>
<b>SUMMA FONDKAPITAL OCH SKULDER</b>		<b>23 837</b>	<b>22 187</b>
<b>Poster inom linjen</b>			
Ansvarsförbindelser		665	535
Åtagande - utfäst, ännu ej utbetalat kapital		5 542	5 567

# 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 2014.

### Redovisning enligt IFRS

IFRS är ett regelverk som är internationellt accepterat och AP6 utvärderar därför löpande de förändringar som sker på detta område. Det ska dock poängteras att det inte finns någon möjlighet för AP6 att följa IFRS fullt ut då AP6 enligt lag inte ska upprätta någon koncernredovisning. Som en konsekvens härav så måste AP6 för varje enskild standard avgöra vad som är tillämpligt och därefter bedöma 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.

AP6 är en myndighet och således ingen juridisk person och därmed inte heller att anse som ett moderföretag.

### 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 anslutning till årsboks slutet 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 ägarkrets deltar (så kallade interrundor). I de fall där interrundor indikerar en nedvärdering görs en mer de-

taljerade 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 Volvofinans Bank AB samt Fastighetsaktiebolaget Norrporten. För dessa 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 mogna 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 investeringsrundorna 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 3. 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 3.

Värderingar av innehav i fonder som investerar i onoterade företag baseras främst på erhållna värderingar per 31 december 2014 från respektive fond. För de innehav där AP6 ännu ej har

>> NOTER

erhållet värderingar som beaktat utvecklingen under det fjärde kvartalet 2014 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.

Värdeförändringar på onoterade värdepapper, såväl realiserade som orealiserade, redovisas över resultaträkningen och ingår i årets resultat. Det realiserade resultatet består av skillnaden mellan försäljningsintäkt och bokfört värde vid 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 holdingbolag. 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 genomsnittsmetoden 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.

Värdeförändringar, 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 att tillgå. Då AP6:s samtliga tillgångar ska marknadsvärderas redovisas förändringen av marknadsvärdet i resultatet för noterade tillgångar och specificeras i not 2. Upplupna räntor på instrumenten redovisas i resultaträkningen på raden ränteintäkter/-kostnader netto och specificeras i not 4.

#### 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 2014 har samtliga aktiverade förvaltningsavgifter nedvärderats till noll kronor. Inom företagsinvesteringar aktiveras förvaltningskostnader, men nedvärderas däremot endast om de inte rymms inom ramen för verkligt värde. Externa kostnader som uppkommer i samband med köp av bolag aktiveras. Förekommer förvävsprocesser över ett bokslut så har kostnaderna för dessa aktiverats såtillvida 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 6.

Prestationsbaserade ersättningar ingår ej i externa förvaltningskostnader utan reducerar realisationsresultatet för den tillgång som förvaltas.

#### 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 utändska varor och tjänster. Ingående moms får inte lyftas, utan utgör en kostnad i verksamheten.

Fondkapitalet består av grundkapital och balanserade vinstmedel. Grundkapitalet består av en överföring från de tidigare 1:a–3:e Fondstyrelserna samt 366 Mkr som återstod från avvecklingsstyrelsen för Fond 92–94. På AP6 åligger inga krav på inbetalningar till eller utbetalningar från pensionssystemet.

#### 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 &lt;&lt;

**Not 2 Nettoresultat noterade aktier och andelar**

	2014	2013
<b>Noterade innehav</b>		
Aktier och andelar	291	751
<b>Totalt</b>	<b>291</b>	<b>751</b>

**Not 5 Övriga finansiella intäkter och kostnader**

	2014	2013
Resultatandelar från kommanditbolag	1	1
Valutakursdifferenser	-81	22
<b>Totalt</b>	<b>-80</b>	<b>23</b>

**Not 3 Nettoresultat onoterade aktier och andelar**

	2014	2013
<b>Realiserat</b>		
Intäkter vid avyttring	1 955	2 094
Investerat kapital	-1 094	-1 788
Återföring av tidigare bokförda värdeförändringar avseende avyttrade innehav	-617	-131
Årets nedskrivningar	-20	-118
Återföring av tidigare bokförda värdeförändringar avseende nedskrivna innehav	16	71
	<b>240</b>	<b>128</b>
<b>Orealiserat</b>		
Årets värdeförändring på orealiserade innehav	942	936
	<b>942</b>	<b>936</b>
<b>Totalt</b>	<b>1 182</b>	<b>1 064</b>

**Not 6 Förvaltningskostnader**

	2014	2013
<b>Externa förvaltningskostnader</b>		
- Noterade innehav	22	24
<b>Interna förvaltningskostnader</b>		
- Personalkostnader	38	34
- Juridikkonsulter	1	4
- Övriga externa tjänster	5	2
- Resekostnader m.m.	2	2
- Debiterad moms	3	4
- Övriga kostnader	1	1
<b>Totalt</b>	<b>72</b>	<b>71</b>

Inga prestationsbaserade kostnader har utgått under 2014 (under 2013 var motsvarande siffra 2,4 MSEK).

Externa förvaltningskostnader hänförliga till innehav i onoterade fonder och företag uppgår till 155 MSEK (130) respektive 2 MSEK (7) 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 orealiserade resultatet.

**Not 4 Ränteintäkter/-kostnader, netto**

	2014	2013
<b>Ränteintäkter</b>		
Konvertibellån	-	3
Övriga ränteintäkter	82	109
	<b>82</b>	<b>112</b>
<b>Räntekostnader</b>		
Övriga räntekostnader	0	0
	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Ränteintäkter/-kostnader, netto</b>	<b>82</b>	<b>112</b>

>> NOTER

#### Not 7 Gemensamma kostnader

	2014	2013
Personalkostnader	26	27
Lokalkostnader	6	7
IT-kostnader	5	5
Externa tjänster	2	4
Förvaltningskostnader	2	1
Resekostnader m.m.	1	0
Debiterad moms	3	4
Övriga kostnader	3	2
<b>Totalt</b>	<b>48</b>	<b>50</b>

I gemensamma personalkostnader ingår kostnader för vd och organisation för affärssupport.

#### I förvaltningskostnader ingår ersättningar till revisionsföretag med:

	2014	2013
<b>Ernst &amp; Young</b>		
Revisionsuppdrag	1,0	1,0
Revisionsverksamhet utöver revisionsuppdrag	0,0	0,0
Övriga tjänster	0,0	0,0
<b>Totalt</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>

#### Not 8 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 2014

Styrelsen beslutar om den totala årliga lönejusteringen samt eventuell rörlig ersättning. För 2014 har en jämförelse av ersättningar genomförts mot jämförbara institut, företag och fonder. Styrelsens 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 36 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 49. 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.

NOTER &lt;&lt;

*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 2014 utbetald ersättning till styrelseledamöter särredovisas enligt följande; Ebba Lindsö 100 000 kronor, Per Strömberg 75 000 kronor, Henrik Dage 50 000 kronor, Katarina Bonde 50 000 kronor och Olle Larkö 50 000 kronor.

*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 2014; 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: 2,9 MSEK, 1,9 MSEK, 1,6 MSEK, 1,7 MSEK, 1,8 MSEK, 1,5 MSEK och 1,5 MSEK.

Pensioner exklusive löneskatt särredovisas enligt följande: 0,9 MSEK, 0,5 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: 492, 14 640, 11 956, 10 220, 21 908, 492 och 21 740 kronor.

		2014	2013
Medelantal anställda	Män	17,6	17,4
	Kvinnor	14,2	13,8
		<b>31,8</b>	<b>31,2</b>
Antal anställda per 2014-12-31	Män	19	18
	Kvinnor	16	15
		<b>35</b>	<b>33</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>

	2014	2013
<b>Lön och arvoden</b>		
Styrelseordförande	0,1	0,1
Styrelsen exkl. ordförande	0,2	0,2
Verkställande direktör	2,9	2,9
Ledningsgruppen		
exkl. verkställande direktör (2013 en person sju mån)	10,0	8,7
Övriga anställda	23,7	23,3
<b>Totalt</b>	<b>36,9</b>	<b>35,2</b>
	2014	2013
<b>Övriga Förmåner</b>		
Verkställande direktör	0,0	0,0
Ledningsgruppen		
exkl. verkställande direktör	0,1	0,1
Övriga anställda	0,4	0,3
<b>Totalt</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>
	2014	2013
<b>Pensionskostnader</b>		
Styrelseordförande	-	-
Styrelsen exkl. ordförande	-	-
Verkställande direktör	0,9	0,9
Ledningsgruppen exkl. verkställande direktör	2,9	2,6
Övriga anställda	7,6	7,1
	<b>11,4</b>	<b>10,6</b>
<b>Sociala kostnader inkl löneskatt exklusive pensionskostnader</b>	<b>14,3</b>	<b>14,0</b>
<b>Personalkostnader - Totalt</b>	<b>63,1</b>	<b>60,2</b>

>> NOTER

**Not 9 Finansiella tillgångar och skulder per kategori**

2014	Värderade till verkligt värde via resultaträkningen	Derivat till verkligt värde via resultaträkningen	Lånefordringar 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>

2013	Värderade till verkligt värde via resultaträkningen	Derivat till verkligt värde via resultaträkningen	Lånefordringar och övriga fordringar/skulder	Summa redovisat värde	Verkligt värde
Finansiella tillgångar till verkligt värde	16 788	104	194	17 086	17 086
Övriga omsättningstillgångar	–	–	94	94	94
Kortfristiga placeringar	4 828	–	–	4 828	4 828
Kassa och Bank	179	–	–	179	179
<b>Summa finansiella tillgångar</b>	<b>21 795</b>	<b>104</b>	<b>288</b>	<b>22 187</b>	<b>22 187</b>
Leverantörsskulder	–	–	5	5	5
Övriga skulder	–	54	19	73	73
<b>Summa finansiella skulder</b>	<b>–</b>	<b>54</b>	<b>24</b>	<b>78</b>	<b>78</b>

**Not 10 Aktier och andelar i noterade bolag och fonder**

Innehav	Antal andelar	Kapitalandel, %	Röstandel, %	Marknadsvärde, MSEK
<b>Aktier</b>				
Datawatch	422 452	3,7	3,7	27
<b>Fonder</b>				
Lannebo Micro Cap	659 833			1 588
<b>Totalt</b>				<b>1 615</b>

**Not 11 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	Organisations- nummer	Styrelsens säte	Antal andelar	Röstandel %	Kapitalandel %
123 Servicecenters Fastighets AB		556660-4327	Göteborg	1 000	100,0	100,0
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
	<i>Nya Arvika Gjuteri AB</i>				99,2	99,2
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	7 149	53,2	53,2
DAWA Däck AB		556437-9344	Göteborg	20 000	100,0	100,0
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
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
	<i>Accumulate AB</i>				23,0	23,0
	<i>Applied Nano Surfaces Sweden AB</i>				18,0	18,0
	<i>Bokadirekt i Stockholm AB</i>				29,0	29,0
	<i>CombiQ AB</i>				26,0	26,0
	<i>Digital ADTV AB</i>				17,0	17,0
	<i>Flexion Mobile Ltd</i>				13,0	13,0
	<i>FPV Holding AB</i>				99,0	99,0
	<i>myFC Holding AB</i>				8,0	8,0
	<i>Nodais AB</i>				49,0	49,0
	<i>Oricane AB</i>				19,0	19,0
	<i>The Local Europe AB</i>				29,0	29,0
	<i>Yanzl Networks AB</i>				34,0	34,0
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	Mölnadal	100 000	100,0	100,0
Neqst 3 AB		556920-9504	Stockholm	38 075	6,4	25,5
	<i>RP1 Holding AB</i>				100,0	100,0
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

Skr. 2014/15:130  
Bilaga 7

>> NOTER

Bolag (forts.)	Investering	Organisations- nummer	Styrelsens säte	Antal andelar	Röstandel %	Kapitalandel %
Nordic Capital VIII UF Alexander Co-Invest L.P. (Lindorff)					n/a	13,1
Nordic Capital VIII UF Co-invest Beta, L.P. (Unifeeder)					n/a	23,3
Norste! AB		556672-5346	Norrköping	21 447	0,0	0,0
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				30,5	30,5
	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
	AdvanDx Inc				45,6	45,6
	Biopheresis Technologies Inc**				32,2	32,2
	Gyros AB				96,8	96,8
	Light Sciences Oncology Inc				21,7	21,7
	Medical Vision AB				79,4	79,4
	Nuevolution A/S				1,3	1,3
	ONCOlog Medical QA AB**				81,7	81,7
	Precisense A/S**				32,0	32,0
	Carlsson Research AB				n/a	n/a
Tobii Technology AB		556613-9654	Danderyd	5 000 000	6,9	6,9
Unfors Holding AB		556701-5747	Göteborg	163 332	71,2	71,2
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 8 823 MSEK (6 959).

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	133
Accent Equity 2012 L.P.			10,0	81
AE Intressenter KB (Accent Equity 2008)	969724-7873	Järfälla	100,0	313
Auvimo AB	556587-9565	Göteborg	100,0	0
Auvimo KB	969621-7729	Göteborg	100,0	164
Axcel IV K/S 2			9,7	85
Bridgepoint Europe V L.P.			n/a	0
CapMan Buyout IX Fund A L.P.			8,5	173
CapMan Buyout VIII Fund B KB	969705-5342	Stockholm	100,0	288
CapMan Equity Sweden KB	969683-1321	Stockholm	96,5	97
CapMan Technology Fund 2007 B KB	969720-4288	Stockholm	100,0	93

NOTER &lt;&lt;

Fonder	Organisationsnummer	Styrelsens säte	Kapitalandel %	Anskaffnings- värde
Chalmers Innovation Seed Fund AB	556759-5003	Stockholm	23,7	22
Creandum Advisor AB	556644-0300	Stockholm	34,0	1
Creandum I Annex Fund AB	556759-5623	Stockholm	49,3	25
Creandum II KB	969708-0274	Stockholm	98,5	135
Creandum III L.P.			18,6	69
Creandum KB	969690-4771	Stockholm	49,3	33
Cubera VI L.P.			9,0	32
Cubera VII L.P.			15,0	74
EQT IV (No. 1) L.P.			2,4	108
EQT V (No. 1) L.P.			3,5	489
EQT VI (No. 1) L.P.			1,6	356
EQT Expansion Capital II (No. 1) L.P.			4,2	120
EQT Mid Market (No. 1) Feeder L.P.			8,1	283
EQT Opportunity (No. 1) L.P.			18,9	61
Femfond KB (Nordic Capital V, L.P.)	969687-5062	Stockholm	100,0	53
FSN Capital IV L.P.			7,1	77
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	389
HealthCap 1999 KB	969656-1647	Stockholm	10,5	0
HealthCap Annex Fund I-II KB	969690-2049	Stockholm	38,9	194
HealthCap III Sidefund KB	969699-4830	Stockholm	22,7	0
HitecVision IV L.P.			1,4	15
HitecVision V L.P.			0,8	28
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	37
Intera Fund I KY			12,0	80
Intera Fund II KY			10,0	85
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	40
Nordic Capital III			9,4	1
Nordic Capital VII Beta, L.P.			2,8	381
Nordic Capital VIII Beta, L.P.			4,4	266
Northern Europe Private Equity KB (EQT III UK (No. 7) L.P.)	969670-3405	Stockholm	69,1	66
Northzone VII L.P.			8,0	31
Norvestor V, L.P.			8,5	50
Scope Growth II L.P.			24,1	152
Scope Growth III L.P.			16,7	55
Sustainable Technologies Fund I KB	969734-9620	Stockholm	100,0	95
Swedestart Life Science KB**	969675-2337	Stockholm	16,3	23
Swedestart Tech KB**	969674-7725	Stockholm	20,6	22
Triton Fund IV L.P.			1,3	132
Valedo Partners Fund I AB	556709-5434	Stockholm	25,0	74
<b>Totalt fonder</b>				<b>6 096</b>
<b>Totalt anskaffningsvärde</b>				<b>14 919</b>
<b>TOTALT MARKNADSVÄRDE</b>				<b>16 785</b>

\* Bolaget är vilande.

\*\* Bolaget är under likvidation.

>> NOTER

**Not 12 Övriga räntebärande värdepapper**

	2014	2013
Dagslån	1 475	1 900
Korta räntebärande värdepapper	3 150	2 928
Lån till onoterade bolag	444	194
<b>Totalt</b>	<b>5 069</b>	<b>5 022</b>

**Not 14 Skulder till kreditinstitut**

	2014	2013
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 13 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter**

	2014	2013
Upplupna ränteutgifter	51	54
Förutbetalda management fee	11	18
Övriga förutbetalda kostnader och intäkter	9	9
<b>Totalt</b>	<b>71</b>	<b>81</b>

**Not 15 Övriga kortfristiga skulder**

	2014	2013
Leverantörsskulder	3	5
Övrigt	2	3
<b>Totalt</b>	<b>5</b>	<b>8</b>

Göteborg den 19 februari 2015

Ebba Lindsö  
Styrelseordförande

Per Strömberg  
Vice styrelseordförande

Henrik Dägel  
Ledamot

Olle Larkö  
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 2014. Sjötte AP-fondens årsredovisning ingår i den tryckta versionen av detta dokument på sidorna 37–55.

### 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 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-fondens och ger en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av Sjötte AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2014 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 2014.

### 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-fonden 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 19 februari 2015

Jesper Nilsson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

Jan Birgersson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

## Årsredovisning 2014

# 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. Premiépensionssystemet 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 premiépensionssystemet 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 fonduvalet inom premiépensionssystemet 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 premiépensionsmedel på 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 premiépensionssystemet.

### 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 ålder. AP7 Såfa är fullt ut valbar hos Pensionsmyndigheten, men den kan inte kombineras med några andra fonder i premiépensionssystemet.

### 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 premiépensionssystemet.

### Förvalt kapital och avkastning

#### Förvalt kapital 2014

Under 2014 placerade Pensionsmyndigheten premiépensionsmedel för 2013 års pensionsrätt. Inflödet av kapital genom köp av andelar i fonderna uppgick till 14,9 miljarder kronor (14,5 miljarder kronor 2013). Utflödet av kapital genom inlösen av andelar, främst på grund av att premiépensionssparare bytte till andra fonder, uppgick till sammanlagt cirka 2,5 miljarder kronor (2,7 miljarder kronor) under året.

Vid utgången av 2014 förvaltade Sjunde AP-fonden sammanlagt cirka 253,2 miljarder kronor (186,2 miljarder kronor), varav cirka 235,7 miljarder kronor i AP7 Aktiefond, och cirka 17,5 miljarder kronor i AP7 Räntefond. Ökningen av det totala förvaltade kapitalet beror främst på en positiv börsutveckling på de globala aktiemarknaderna under 2014 och på inflödet till fonderna under året.

### Avkastning 2014

Under 2014 har den starka utvecklingen på de globala aktiemarknaderna fortsatt, vilket har lett till positiv avkastning för samtliga Sjunde AP-fondens produkter.

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 2014 haft en avkastning på 29,3 %.

Under samma period har de privata premiépensionsfonderna i genomsnitt gett en avkastning på 15,1 %. Risken (mätt som standardavvikelse under den senaste 24-månadersperioden) har för AP7 Såfa varit 9,6 %, jämfört med 5,6 % för genomsnittet för de privata premiépensionsfonderna<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 premiépensionssystemet blir äldre.

Sedan starten 2000 har förvaltsalternativet<sup>2</sup> gett en ackumulerad avkastning på 102,6 %, jämfört med 40,8 % för genomsnittet av de privata premiépensionsfonderna. Detta innebär att förvaltsalternativet har gett en genomsnittlig årlig avkastning på 5,1 %, jämfört med 2,4 % för de privata premiépensionsfonderna. Sedan AP7 Såfas start i maj 2010 har den ackumulerade avkastningen varit 103,1 %, jämfört med 46,1 % för de privata premiépensionsfonderna.

En typisk premiépensionssparare som sedan 2000 haft sitt kapital investerat hos Sjunde AP-fonden har fått en kapitalviktad avkastning på 9,4 % 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 9,4 % per år kan jämföras med motsvarande siffror för inkomstindex/balansindex som uppgår till 2,4 % per år.

Statens fondportföljer har under 2014 gett följande avkastning:

■ AP7 Försiktig	12,0 % (38,8 % sedan starten i maj 2010)
■ AP7 Balanserad	16,7 % (54,8 % sedan starten i maj 2010)
■ AP7 Offensiv	23,9 % (81,2 % 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 premiépensionssystemet.

<sup>2</sup> Premiépensionsspararen t o m maj 2010 och därefter AP7 Såfa

## Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2014

Byggstiftelserna AP7 Aktiefond och AP7 Råntefond har under 2014 gett följande avkastning:

■ AP7 Aktiefond	31,1 %
■ AP7 Råntefond	2,8 %

Deras jämförelseindex har gett en avkastning på 30,8 % respektive 2,9 %. Ytterligare information om AP7 Aktiefond och AP7 Råntefond ges i årsberättelserna för respektive fond.

### Verksamheten

#### Resultat

Under 2014 uppgick Sjunde AP-fondens intäkter av rörelsen till 240,5 miljoner kronor (210,9 miljoner kronor 2013). Kostnaderna, inklusive räntenetto, uppgick till 163,8 miljoner kronor (147,6 miljoner kronor). Resultatet för myndigheten Sjunde AP-fonden år 2014 blev således 76,8 miljoner kronor (63,3 miljoner kronor). Det balanserade resultatet vid årets slut var 76,6 miljoner kronor (- 0,1 miljoner kronor). Detta betyder att det initiala lån som upptogs när Sjunde AP-fonden startade sin verksamhet är återbetalt. Detta lån syftade till att finansiera uppbyggnaden av fonden när det förvaldade kapitalet var litet. Även fortsättningsvis kan ett kreditbehov finnas vid exceptionella förhållanden.

Sjunde AP-fondens intäkter är helt beroende av det förvaldade kapitalets storlek, medan kostnaderna är det till ungefär hälften. De 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 2014.

#### Administration

Under 2014 har ett projekt i syfte att ytterligare förstärka Sjunde AP-fondens interna styrning och kontroll givits prioritet i verksamheten. Detta har bland annat resulterat i en ny organisationsstruktur där säkerställande av tydliga roller och ansvar, liksom kontrollfunktionernas (d v s risk och regelefterlevnad) oberoende ställning från verksamheten, har stått i centrum. För att säkerställa att kontrollfunktionerna ska kunna verka oberoende från verksamheten har dessutom resursförstärkning tillförts verksamhetens riskfunktioner under året, samtidigt som fondens verksamhetskritiska processer har gått igenom och dokumenterats. Som ett led i projektarbetet har också en översyn av fondens samliga styrande dokument gjorts.

Bland genomförda upphandlingar inom det administrativa området kan nämnas upphandling av juridiska tjänster, upphandling av leverantör för tjänstepensionsrådgivning samt upphandlingar av konsulttjänster inom webb- och kommunikationsområdet.

Ett nytt risksystem har också upphandlats och implementerats under året, vilket på sikt möjliggör en tydligare delegering av riskmandat, framåtblickande riskmätning samt möjlighet till utveckling av förvaltningsverksamheten då risksystemet på ett bättre sätt än tidigare ger stöd för att utveckla olika alternativa strategier i den aktiva och taktiska förvaltningen.

Ågarstyrningsfrågor har prioriterats och ansvarig inom Sjunde AP-fonden har sett över processer samt identifierat områden som kan vidareutvecklas. Detta har resulterat i att Sjunde AP-fonden framöver kommer att arbeta med olika "teman" inom ägarstyrning- och hållbarhetsområdet. Även inom detta

område har resursförstärkning gjorts under året.

Det arbete som sedan några år bedrivits i syfte att ytterligare förbättra informationen till ickeväljarna har fortsatt och ges hög prioritet i verksamheten också under kommande år.

#### Kapitalförvaltningen

Inom kapitalförvaltningsverksamheten har fondens nya organisationsstruktur inneburit att all kapitalförvaltningsverksamhet sedan januari 2014 samlas under en ansvarig chef. Rekryteringar till förvaltningsorganisationen har också gjorts under året, vilket ger verksamheten möjlighet att på ett mer strukturerat sätt följa upp, utvärdera och hantera verksamhetens risker.

Arbetet med att ta fram och implementera nya strategier för den aktiva och taktiska förvaltningen har fortsatt.

Under året har upphandling av externa passiva förvaltare samt private equityförvaltare inletts och dessa upphandlingar kommer att slutföras under 2015. För information om aktuella förvaltningsmandat hänvisas till Sjunde AP-fondens webbsida; www.ap7.se.

#### Extern kapitalförvaltning

Sjunde AP-fonden har en liten men högt kvalificerad organisation. Därutöver utnyttjas externa tjänster på de områden där det är lämpligt för att säkerställa hög kompetens, låga kostnader och liten sårbarhet. Denna modell innebär att det är en viktig uppgift för organisationen att fungera som en kvalificerad beställare och att ha en effektiv och fort-löpande kvalitets- och kostnadskontroll över de utlagda uppdragen.

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 två externa förvaltningsmandat avslutats under året.

#### Organisation

##### Ledning

Verkställande direktören har inrättat fyra lednings- och samordningsgrupper.

För kapitalförvaltningen finns dels en placementskommitté, som under 2014 bestod av tre personer (verkställande direktören, chefen för förvaltning (tillika vice verkställande direktör) och den administrativa chefen), dels en riskhanteringskommitté, som bestod av fyra personer (verkställande direktören, chefen för administration, riskansvarig och regelverksansvarig). Medlemmarna i placementskommittén utgörs av Sjunde AP-fondens ledande befattningshavare (två män och en kvinna).

För övergripande frågor som inte avser

### Nyckeltal för AP7:s produkter – översikt (%)

	2013-12-30 - 2014-12-30	Genomsnittlig årsavkastning sedan start (2010-05-24)	Total risk (standard- avvikelse 24-mån)
AP7 Aktiefond	31,1	17,5	10,2
AP7 Råntefond	2,8	2,2	0,8
AP7 Såfa	29,3	16,6	9,6
Privata fonder	15,1	8,6	5,6
AP7 Forsiktig	12,0	7,4	3,8
AP7 Balanserad	16,7	9,9	5,4
AP7 Offensiv	23,9	13,9	7,8

### 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	102,7	5,1	7,9
Privata fonder	40,8	2,4	9,4

## Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2014

kapitalförvaltningen finns en administrativ ledningsgrupp som under 2014 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 under året inrättat en strategisk ledningsgrupp med ansvar för att formulera en strategisk plan med femårs-horisont. Gruppen består av verkställande direktören, chefen för förvaltning, chefen för administration, chefen för kommunikation och ägarstyrning, riskansvarig samt regelverksansvarig.

### Personal

Antalet tillsvidareanställda var under större delen av 2014 nitton personer (åtta kvinnor och elva män). Vid utgången av året var, till följd av nyrekryteringar under året, antalet tillsvidareanställda tjugotre personer (elva kvinnor och tolv män).

En person (man) lämnade sin anställning under året och fem personer (fyra kvinnor och en man) anställdes.

### Styrning och kontroll

#### Styrelsens arbete

Under 2014 har ingen förändring av sammansättningen i Sjunde AP-fondens styrelse skett.

Styrelsen hade under 2014 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 2014 av tre styrelseledamöter och två anställda (verkställande direktören och vice vd/förvaltningschefen).

Styrelsen har också inrättat ett revisionsutskott. Revisionsutskottet bestod under 2014 av tre styrelseledamöter. Till revisionsutskottets möten adjungeras normalt intern- och externrevisorer samt fyra anställda (verkställande direktören, chefen för administration, riskansvarig samt regelverksansvarig).

Under 2014 var de externa revisorererna dessutom närvarande vid ett styrelsesammanträde.

### Ägarfrågor

Med ägarfrågor avses hur AP7 ska utöva den ägarfunktion som följer av aktieinnehaven i AP7 Aktiefond. Som en del av verksamhetsplanen fastställs årligen riktlinjer för ägarstyrning för Sjunde AP-fonden. I riktlinjerna anges hur Sjunde AP-fonden ska utöva sin ägarfunktion i kraft av de stora aktieinnehaven.

Sjunde AP-fonden tillämpar sedan 2012 riktlinjer som innebär att ägarstyrning genom röstning på bolagsstämma kan göras för utländska aktier. Under året röstade AP7 på 3095 av 3137 möjliga bolagsstämmor, vilket motsvarar 98,7 %. Sjunde AP-fonden är enligt lag normalt förhindrad att rösta för svenska aktier.

Under året har ansvaret för ägarstyrningsfrågor övergått från chefen för förvaltning till chefen för kommunikation och ägarstyrning.

Den översyn av ägarstyrningsfrågor som har gjorts under året har bland annat resulterat i att styrelsen i december 2014 fastställt förändrade riktlinjer för ägarstyrningsområdet. Dessa innebär bland annat att Sjunde AP-fonden i ägarstyrnings- och hållbarhetsfrågor arbetar 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).

## Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2014

**Resultaträkning***Samtliga belopp i tusentals kronor*

Not		2014	2013
	Rörelsens intäkter		
	Förvaltningsavgifter	240 547	210 922
		240 547	210 922
	Rörelsens kostnader		
1	Personalkostnader	-43 433	-41 162
2	Övriga externa kostnader	-120 064	-106 068
5	Avskrivningar av materiella anläggningstillgångar	-282	-255
		-163 779	-147 485
	<b>Rörelseresultat</b>	<b>76 768</b>	<b>63 437</b>
	Resultat från finansiella poster		
3	Ränteutäkter och liknande	195	395
4	Räntekostnader och liknande	-208	-567
		-13	-172
	<b>Resultat efter finansiella poster</b>	<b>76 755</b>	<b>63 265</b>
	<b>Årets resultat</b>	<b>76 755</b>	<b>63 265</b>

**Balansräkning***Samtliga belopp i tusentals kronor*

Not		2014-12-31	2013-12-31
	<b>Tillgångar</b>		
	Anläggningstillgångar		
5	Inventarier	309	480
	<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>309</b>	<b>480</b>
	Omsättningstillgångar		
6	Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	25 524	22 341
7	Övriga fordringar	1 779	1 504
	Kassa och bank	98 767	28 150
	<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>126 070</b>	<b>51 995</b>
	<b>Summa tillgångar</b>	<b>126 379</b>	<b>52 475</b>
	<b>Eget kapital och skulder</b>		
	Eget kapital		
	Balanserat resultat	-108	-63 373
	Årets resultat	76 755	63 265
	<b>Summa eget kapital</b>	<b>76 647</b>	<b>-108</b>
	Skulder		
8	Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	45 459	39 209
9	Krediter i Riksgäldskontoret	0	8 619
	Leverantörsskulder	1 520	3 104
	Övriga skulder	2 753	2 651
	<b>Summa skulder</b>	<b>49 732</b>	<b>52 583</b>
	<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>126 379</b>	<b>52 475</b>
	Ställda panter	Inga	Inga
	Ansvarsförbindelser	Inga	Inga

Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2014

**Redovisningsprinciper**

Sjunde AP-fonden följer de regler som finns i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder). Redovisningsprinciperna har inte ändrats i förhållande till föregående år.

**Intäktsredovisning**

Intäkterna består av fasta förvaltningsavgifter som erhålls från de förvaltade fonderna. Dessa intäktsförs löpande i den period de avser.

**Avskrivningsprinciper för anläggningstillgångar**

Anläggningstillgångar värderas till anskaffningsvärde med avdrag för ackumulerade avskrivningar.

Avskrivning görs med procentsatser enligt nedan:

	2014	2013
Datautrustning	33 %	33 %
Övriga inventarier	20 %	20 %

Avskrivningar framgår av not för balansposten.

**Värderingsprinciper m.m.**

Tillgångar och skulder har värderats till anskaffningsvärden om inget annat anges nedan. Fordringar och skulder i utländsk valuta har upptagits till balansdagens kurs.

**Fordringar**

Fordringar har upptagits till de belopp varmed de beräknas inflyta.

**Not 1 – Personalkostnader**

Samtliga belopp i tusentals kronor	2014	2013		2014	2013
<b>Antal anställda</b>			<b>Pensionskostnader</b>		
Medeltal anställda	19	19	VD	1 002	950
Anställda 31 december	23	19	Placeringskommitté exkl.VD	1 238	1 755
Antal ledande befattningshavare (per 31 december)	3	4	Övriga anställda	5 535	5 143
			<b>Summa</b>	<b>7 775</b>	<b>7 848</b>
<b>Löner och arvoden</b>			<b>Sociala kostnader</b>		
Styrelseordförande	112	112	Styrelseordförande	35	35
Styrelsen exkl. ordförande	509	509	Styrelse exkl. ordförande	144	144
VD	3 342	3 227	VD	1 051	1 021
Placeringskommitté exkl. VD	3 709	5 213	Placeringskommitté exkl. VD	1 166	1 640
Övriga anställda	17 021	13 674	Övriga anställda	7 194	6 070
<b>Summa</b>	<b>24 693</b>	<b>22 735</b>	<b>Summa</b>	<b>9 590</b>	<b>8 910</b>

**Ersättning till ledande befattningshavare 2014:**

	Fast lön	Bilförmån	Övriga	Pension	Summa
Verkställande direktör	3 342	0	3	1002	4 347
Vice verkställande direktör/chef förvaltning	2 179	0	2	620	2 801
Administrativ chef	1 530	0	0	618	2 148
	7 051		5	2 240	9 296

**Ersättning till ledande befattningshavare 2013:**

	Fast lön	Bilförmån	Övriga	Pension	Summa
Verkställande direktör	3 227	18	2	950	4 197
Vice verkställande direktör	2 119	0	2	632	2 753
Administrativ chef	1 326	0	2	583	1 911
Chef förvaltning <sup>3</sup>	1 768	0	3	540	2 311
	<b>8 440</b>	<b>18</b>	<b>9</b>	<b>2 705</b>	<b>11 172</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 därutöver följande. Pensionsåldern är 65 år. Verkställande direktören och vice verkställande direktören undantas från den pensionsplan som gäller enligt kollektivavtalet och erhåller i stället individuella pensionsförsäkringar till en kostnad motsvarande 30 % av den fasta lönen. Uppsägningstiden är 6 månader. Om uppsägning sker från arbetsgivarens sida kan, efter uppsägningstiden, avgångsvederlag utbetalas under 18 månader motsvarande den fasta månadslönen. Avräkning sker mot utgående lön och inkomst av förvärvsverksamhet.

För ledande befattningshavare, utom verkställande direktör och vice verkställande direktör, kan pensionsavsättningarna överstiga 30 % av lön. Detta följer av tillämplig kollektivpensionsplan, BTP1 alternativt BTP2. BTP1 är premiebestämd medan BTP2 huvudsakligen är förmånsbestämd.

I regeringens riktlinjer för ledande befattningshavare anges att ersättningar ska vara måttfulla och inte löneledande, samtidigt som de behöver vara konkurrenskraftiga för att inte bli ett hinder i kompetensförsörjningen. Denna målsättning uppnås genom en tydlig process där Sjunde AP-fondens ersättningskommitté (ordförande, vice ordförande och verkställande direktör (adjungerad)) bereder löneramen för samtliga medarbetare, ersättningar till ledande befattningshavare samt förhandlar lön och övriga villkor med verkställande direktören. Hela styrelsen fattar beslut i ersättningsfrågor efter beredning av ersättningskommittén. Den nedre gränsen för ersättningsarnas

## Sjunde AP-fonden | Årsredovisning 2014

konkurrenskraft 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 2014.

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	2014	2013
Revision	823	913
Externa förvaltare och depåbank	81 460	73 140
Externa tjänster	27 948	23 136
Övriga kostnader	9 833	8 879
<b>Summa övriga externa kostnader</b>	<b>120 064</b>	<b>106 068</b>

**Arvoden till revisionsbolag (EY)**

Revisionsuppdrag	788	811
Revisionsverksamhet utanför revisionsuppdraget	35	102
Skatterådgivning	-	-
Övriga tjänster	-	-
<b>Summa arvoden</b>	<b>823</b>	<b>913</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	2014	2013
Ränteintäkter	195	395
Valutakursvinster	0	0
	195	395

**Not 4 – Räntekostnader och liknande**

Samtliga belopp i tusentals kronor	2014	2013
Räntekostnader	-43	-565
Valutakursförluster	-165	-2
	-208	-567

**Not 5 – Inventarier**

Samtliga belopp i tusentals kronor	2014-12-31	2013-12-31
Ingående anskaffningsvärde	22 121	22 121
Inköp	111	0
<b>Utgående ackumulerade anskaffningsvärden</b>	<b>22 232</b>	<b>22 121</b>
Ingående avskrivningar	-21 641	-21 386
Årets avskrivningar	-282	-255
Utgående ackumulerade avskrivningar	-21 923	-21 641
<b>Utgående bokfört värde</b>	<b>309</b>	<b>480</b>

**Not 6 – Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter**

Samtliga belopp i tusentals kronor	2014-12-31	2013-12-31
Upplupna fondavgifter	23 692	20 869
Övriga interimsförordringar	1 832	1 472
<b>Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter</b>	<b>25 524</b>	<b>22 341</b>

**Not 7 – Övriga fordringar**

Samtliga belopp i tusentals kronor	2014-12-31	2013-12-31
Skattefordran ingår med	1 779	1 458

**Not 8 – Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter**

Samtliga belopp i tusentals kronor	2014-12-31	2013-12-31
Upplupna personalkostnader	4 881	4 366
Upplupna kostnader externa förvaltare och depåbank	39 221	32 365
Övriga interimsskulder	1 357	1 478
<b>Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter</b>	<b>45 459</b>	<b>38 209</b>

**Not 9 – Krediter i Riksgäldskontoret**

Samtliga belopp i tusentals kronor	2014-12-31		2013-12-31	
	Total ram	Utnyttjad	Total ram	Utnyttjad
Rörlig kredit på räntekonto	40 000	0	105 000	8 118
Lån för finansiering av anläggningstillgångar	5 000	0	5 000	501
<b>Krediter i Riksgäldskontoret</b>	<b>45 000</b>	<b>0</b>	<b>110 000</b>	<b>8 619</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 2015 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 2014

Stockholm den 6 februari 2015



**Bo Källstrand**  
Ordförande



**Adine Grate Axén**  
Vice ordförande



**Gunnar Andersson**



**Kerstin Hermansson**



**Mats Kinnwall**



**Robert Stenram**



**Patrik Tolf**



**Rose Marie Westman**



**Hellen Wohlin Lidgard**



**Richard Gröttheim**  
Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har avgivits den 9 februari 2015



**Jan Birgersson**  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen



**Peter Strandh**  
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 räkenskapsåret 2014.

#### 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 uppgifter 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 Sjunde AP-fondens finansiella ställning per den 31 december 2014 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.

© Ernst & Young Global Limited

### 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 2014.

#### 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 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 9 februari 2015

  
Jan Birgersson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

  
Peter Strandh  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

## Årsberättelse 2014

# AP7 Aktiefond

Organisationsnummer 515602-3862

## Förvaltningsberättelse

### Placeringsinriktning

AP7 Aktiefond är en viktig komponent för att skapa en livscykelprofil i förvalsalternativet AP7 Såfa och därmed en byggsten i det allmänna pensionssystemets premiepensions-sparande. Fonden ingår också i statens fondportföljer. Mer information om dessa produkter 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. Men risken ska ses i skenet av den låga risk spararen har i inkomstpensionen, som i huvudsak är att likna vid ränteplaceringar. Sparare i AP7 Såfa över 55 år har en reducerad total risk, eftersom de via AP7 Såfa har sitt 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 indirekta placeringar i onoterade företag genom olika fondkonstruktioner.

### Derivatinstrument och aktielån

Fondbestämmelserna tillåter att derivatinstrument används som ett led i placeringsinriktningen. Under 2014 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. Hävstången ska normalt motsvara 50 % av fondkapitalet (se nedan under aktiv förvaltning).

Vid utgången av 2014 motsvarade hävstången 49,19 % av fondkapitalet (115,7 miljarder kronor).

Under 2014 har AP7 Aktiefonds sammanlagda exponeringar<sup>1</sup> i genomsnitt uppgått till 53,3 % (103,9 miljarder kronor) av fondförmögenheten. De sammanlagda exponeringarna har som lägst varit 52,17 % (128 miljarder kronor) och som högst 54,8 % (122,6 miljarder kronor).

Vid beräkningen av 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.

Upplåning 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 33,9 miljoner kronor. Kostnaden för programmet har uppgått till 6,0 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.

Taktisk allokering innebär främst avsteg från hävstångens normalnivå och att storleken på hävstången tillåts variera inom intervallet 38–62 procent. Avsteg från hävstångens normalnivå har skett i begränsad omfattning under året.

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 försämningslikvid som blankningen ger. På det sättet behöver inte något fondkapital avsättas till den rena alfaförvaltningen. Förvaltning enligt denna modell har under 2014 i huvudsak skett i Sverige, Europa och Japan. Fonden har under året lånat in aktier från SEB, SHB och UBS.

### Väsentliga händelser efter balansdagen

Under januari och februari har de globala börserna haft fortsatta uppgångar. Detta har inneburit att andelskursen för AP7 Aktiefond till dags dato (den 4 februari, 2015) har stigit med 6,1 % sedan årsskiftet.

### Väsentliga risker per balansdagen

AP7 Aktiefond är en global aktiefond där hävstång används i förvaltningen. Utvecklingen på marknaden utgör den enskilt största risken och ett betydande kursfall på de globala aktiemarknaderna kan leda till kraftigt försämrade avkastning. I och med att majoriteten av fondens tillgångar är placerade utanför Sverige, och inga tillgångar valutaskräns, är fonden utsatt för stor valutarisk.

<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).

## AP7 Aktiefond | Årsberättelse 2014

**Resultatutveckling**

Totalavkastningen för AP7 Aktiefond var under 2014 31,1 % (NAV-kursberäknad avkastning), vilket var 0,3 procentenheter bättre än Jämförelseindex.

Den positiva utvecklingen för fonden förklaras av uppgången på den globala aktiemarknaden under 2014, vilken förstärktes av hävstången samt den svenska kronans försvagning.

Överavkastningen mot index förklaras av att ■ den aktiva alfaförvaltningen bidragit positivt med 335 miljoner kronor,

■ avkastningen för basportföljens globala aktier har varit högre än jämförelseindex, vilket främst beror på att fondens placeringar i private equity utvecklats bättre än jämförelseindex.

Den taktiska allokeringen har däremot bidragit negativt med 19 miljoner kronor<sup>1</sup> under året. Dessutom ingår förvaltningsavgiften (0,12 %) i fondens avkastning, medan den är exkluderad i jämförelseindex.

Inflödet av kapital till fonden uppgick 2014 till 9,8 miljarder kronor genom att Pensionsmyndigheten placerat 2013 års pensionsrätter. Utflödet av kapital genom inlösen av andelar, främst på grund av att premiepensionssparare bytte till andra fonder, uppgick till 1,9 miljarder kronor.

**Fondens tio största innehav i % av fondkapitalet vid utgången av 2014**  
(exklusive placeringar i private equity)

Apple Computer	1,8
Exxon Mobil	1,1
Microsoft	1,0
Johnson and Johnson	0,8
Wells Fargo	0,7
General Electric	0,7
Procter and Gamble	0,7
Nestle	0,6
JP Morgan	0,6
Novartis	0,6
<b>Summa tio största innehav</b>	<b>8,6</b>

**Nyckeltal**

	2014	2013	2012	2011	2010 <sup>2</sup>
<b>Fondförmögenhet (Mkr)</b>	235 725	173 493	123 348	98 857	104 123
Antal andelar (tusental)	1 184 861	1 143 683	1 089 848	1 034 877	966 368
Andelskurs (kr)	198,93	151,71	113,18	95,52	107,88
<b>Avkastning</b>					
Total NAV-kursberäknad (%)	31,1	34,0	18,5	-11,5	14,3
Jämförelseindex (%)	30,8	35,3	17,5	-10,5	14,1
<b>Genomsnittlig avkastning<sup>3,4</sup></b>					
2 år (%)	32,6	26,0	2,4	-	-
Sedan fondstart (%)	17,5	14,0	7,2	-	-
<b>Riskmått<sup>3,4</sup></b>					
Totalrisk fonden (%)	10,2	11,4	16,0	-	-
Totalrisk jämförelseindex (%)	9,4	10,5	14,8	-	-
Aktiv risk (%)	2,6	2,7	2,6	-	-
Omsättningshastighet (%)	19,3	22,9	28,7	44,6	13,3
<b>Avgifter</b>					
Förvaltningsavgift (%)	0,12	0,14	0,15	0,15	0,15
Årlig avgift (%) <sup>4</sup>	0,15	0,17	0,19	0,20	0,19
Avgift insättning/uttag	Inga	Inga	Inga	Inga	Inga
<b>Transaktionskostnader</b>					
Totalt (Tkr)	93 702	73 188	65 214	81 236	48 464
Andel av omsättning (%)	0,10	0,08	0,08	0,09	0,14
Engångsinsättning 10 000kr (kr)	13,5	16,5	17,0	14,1	9,0

<sup>2</sup> Avser perioden 2010-05-24-2010-12-31.

<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 2014 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 private equity ingår inte heller i förvaltningsavgiften utan belastar AP7 Aktiefond direkt.

#### Förklaringar till nyckeltalen

Avkastnings- och riskberäkningar: AP7 Aktiefonds avkastning och risk beräknas genom att spegla värdeutvecklingen från pensions-spararens perspektiv och grundas 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.

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 2014

## Balansräkning

Samtliga belopp i tusentals kronor

Not		2014-12-31		2013-12-31	
	<b>Tillgångar</b>		%		%
1	Överlåtbara värdepapper	231 005 357	98,0	172 890 559	99,7
	OTC-derivatinstrument med positivt marknadsvärde	1 052 068	0,4	1 279 365	0,7
	Övriga derivatinstrument med positivt marknadsvärde	51 552	0,0	51	0,0
	<b>Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde</b>	<b>232 108 977</b>	<b>98,4</b>	<b>174 169 975</b>	<b>100,4</b>
	Bankmedel och övriga likvida medel	6 877 660	2,9	1 470 017	0,9
	Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	102 309	0,0	70 431	0,0
	Övriga tillgångar	142 889	0,1	908 310	0,5
	<b>Summa tillgångar</b>	<b>239 231 835</b>	<b>101,5</b>	<b>176 618 733</b>	<b>101,8</b>
	<b>Skulder</b>				
	OTC-derivatinstrument med negativt marknadsvärde	676 937	0,3	321 833	0,2
	Övriga derivatinstrument med negativt marknadsvärde	4 668	0,0	3 046	0,0
	Övriga finansiella instrument med negativt marknadsvärde	2 530 070	1,1	2 480 079	1,4
	<b>Summa finansiella instrument med negativt marknadsvärde</b>	<b>3 211 675</b>	<b>1,4</b>	<b>2 804 958</b>	<b>1,6</b>
	Upplupna kostnader och förutbetalda skulder	26 768	0,0	23 492	0,0
	Övriga skulder	268 270	0,1	297 730	0,2
	<b>Summa skulder</b>	<b>3 506 713</b>	<b>1,5</b>	<b>3 126 180</b>	<b>1,8</b>
2	Fondförmögenhet	235 725 122	100,0	173 492 553	100,0

Som särskild bilaga finns en innehavsförteckning över samtliga finansiella instrument.

Poster inom linjen	2014-12-31	2013-12-31
<b>Utlånade värdepapper och mottagna säkerheter</b>		
Utlånade finansiella instrument	1 511 246	361 779
Mottagna säkerheter <sup>3</sup> för utlånade finansiella instrument	1 600 425	408 137
Mottagna säkerheter (likvida medel) för OTC-derivatinstrument*	687 653	1 496 762
<b>Inlånade värdepapper och ställda säkerheter</b>		
Inlånade finansiella instrument	6 296 321	5 886 427
Ställda säkerheter (aktier) för inlånade finansiella instrument	6 276 400	6 166 600
Ställda säkerheter (likvida medel) för OTC-derivatinstrument	0	0
Ställda säkerheter (likvida medel) för övriga derivatinstrument	336 535	65 053
<b>Utestående åtaganden</b>		
Kvarstående investeringslöften i private equity	6 324 633	3 800 036

\* Beloppet avser mottagna säkerheter för värdet på transaktionerna per senaste bankdag innan bokslutsdag.

### Resultaträkning

Samtliga belopp i tusentals kronor

Not		2014-12-31	2013-12-31
<b>Intäkter och värdeförändring</b>			
3	Värdeförändring på överlåtbara värdepapper	44 143 354	24 317 574
4	Värdeförändring på OTC-derivatinstrument	4 547 937	14 215 553
5	Värdeförändring på övriga derivatinstrument	640 263	288 485
6	Ränteintäkter	6 614	6 057
7	Utdelningar	4 562 217	3 485 134
8	Valutakursvinster och -förluster netto	804 106	-42 965
9	Övriga finansiella intäkter	138 340	119 141
10	Övriga intäkter	263	4
<b>Summa Intäkter och värdeförändring</b>		<b>54 843 094</b>	<b>42 388 983</b>
<b>Kostnader</b>			
11	Förvaltningskostnader	-233 992	-203 509
12	Övriga finansiella kostnader	-165 327	-158 143
13	Övriga kostnader	-41 458	-38 575
<b>Summa Kostnader</b>		<b>-440 777</b>	<b>-400 227</b>
Periodens resultat		<b>54 402 317</b>	<b>41 988 756</b>

#### Redovisningsprinciper

Årsberättelsen för fonden har upprättats enligt lagen om värdepappersfonder samt Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2013:9) och allmänna råd.

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 på balansdagen.

Valutaderivat värderas utifrån senaste valutakurser den sista handelsdagen under redovisningsperioden.

Onoterade aktierelaterade värdepapper, som utgörs av indirekta placeringar i private equity-fonder, värderas enligt senaste tillgängliga information om verkligt värde med daglig justering

utifrån hur ett relevant index baserat på private equity bolag 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. definitivt källskatt på utdelningar.

#### Not 1 – Överlåtbara värdepapper

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2014-12-31		2013-12-31	
		%		%
Överlåtbara värdepapper	225 124 076	95,5	168 588 290	97,2
Överlåtbara värdepapper – Onoterade	5 881 281	2,5	4 302 269	2,5
<b>Summa Överlåtbara värdepapper</b>	<b>231 005 357</b>	<b>98,0</b>	<b>172 890 559</b>	<b>99,7</b>

## AP7 Aktiefond | Årsberättelse 2014

**Not 2 – Förändring av fondförmögenhet**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2014-01-01 – 2014-12-31	2013-01-01 – 2013-12-31
Fondförmögenhet vid periodens början	173 492 553	123 348 400
Andelsutgivning	9 761 572	10 474 015
Andelsinlösen	-1 931 320	-2 318 618
Periodens resultat enligt resultaträkning	54 402 317	41 988 756
<b>Fondförmögenhet vid periodens slut</b>	<b>235 725 122</b>	<b>173 492 553</b>

**Not 3 – Specifikation av värdeförändring på överlåtbara värdepapper**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2014	2013
Realiserat kursresultat	4 656 429	2 988 076
Realiserat valutaresultat	-799 573	-2 194 313
Orealiserat kursresultat	11 843 458	27 620 066
Orealiserat valutaresultat	28 443 040	-4 096 255
<b>Summa</b>	<b>44 143 354</b>	<b>24 317 574</b>

**Not 4 – Specifikation av värdeförändring på OTC-derivatinstrument**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2014	2013
Realiserat kursresultat	5 159 704	13 133 706
Orealiserat kursresultat	-611 767	1 161 136
Ränta	0	-79 289
<b>Summa</b>	<b>4 547 937</b>	<b>14 215 553</b>

**Not 5 – Specifikation av värdeförändring på övriga derivatinstrument**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2014	2013
Realiserat kursresultat	622 628	279 496
Realiserat valutaresultat	-32 244	5 536
Orealiserat kursresultat	49 879	3 453
<b>Summa</b>	<b>640 263</b>	<b>288 485</b>

**Not 6 – Specifikation av ränteintäkter**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2014	2013
Korta ränteplaceringar	6 530	5 936
Bankkonton	84	121
<b>Summa</b>	<b>6 614</b>	<b>6 057</b>

**Not 7 – Specifikation av utdelningar**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2014	2013
Utdelning	4 807 923	3 662 342
Kupongskatt	-314 671	-221 039
Restitution	68 965	43 831
<b>Summa</b>	<b>4 562 217</b>	<b>3 485 134</b>

**Not 8 – Specifikation av valutakursvinster och –förluster netto**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2014	2013
Valutaderivat	2 425	-77 917
Bankkonton	801 681	34 952
<b>Summa</b>	<b>804 106</b>	<b>-42 965</b>

**Not 9 – Specifikation av övriga finansiella intäkter**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2014	2013
Premier utlånade aktier	33 930	28 755
Intäkt i samband med bolagshändelse	83 558	73 985
Övriga finansiella intäkter	20 852	16 401
<b>Summa</b>	<b>138 340</b>	<b>119 141</b>

**Not 10 – Specifikation av övriga intäkter**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2014	2013
Insättning från förvaltare	263	4
<b>Summa</b>	<b>263</b>	<b>4</b>

**Not 11 – Specifikation av förvaltningskostnad**Ersättning till Sjunde AP-fonden för förvaltning har betalats med 0,12% per år på det förvaldade kapitalet. Detta ger för helåret 2014 en förvaltningskostnad på **233 992 tkr (203 509 tkr)**. Förvaltningsavgiften täcker kostnader för bl a förvaltning, administration, redovisning, förvaring av värdepapper, revision, information och tillsyn.**Not 12 – Specifikation av övriga finansiella kostnader**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2014	2013
Premier aktieinlåning	-37 297	-30 620
Erlagd ersättning för utdelning vid inlåning av aktier	-113 083	-123 530
Övriga finansiella kostnader	-14 947	-3 993
<b>Summa</b>	<b>-165 327</b>	<b>-158 143</b>

**Not 13 – Specifikation av övriga kostnader**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2014	2013
Courtage	-37 957	-34 200
Transaktionsavgifter till BNY Mellon	-3 501	-4 375
<b>Summa</b>	<b>-41 458</b>	<b>-38 575</b>



Stockholm den 6 februari 2015



**Bo Källstrand**  
Ordförande



**Adine Grate Axén**  
Vice ordförande




**Gunnar Andersson**



**Kerstin Hermansson**



**Mats Kinnwall**



**Robert Stenram**



**Patrik Tolf**



**Rose Marie Westman**



**Hellen Wohlin Lidgard**



**Richard Gröttheim**  
Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har avgivits den 9 februari 2015



**Jan Birgersson**  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen



**Peter Strandh**  
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, org.nr 802406-2302, utfört en revision av årsberättelsen för AP7 Aktiefond för räkenskapsåret 2014.

#### Sjunde AP-fondens ansvar för årsberättelsen

Det är Sjunde AP-fonden som har ansvaret för årsberättelsen och för att lagen om allmänna pensionsfonder samt de bestämmelser i lagen om värdepappersfonder som särskilt anges i lagen om allmänna pensionsfonder tillämpas 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 årsberättelsen 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 mitt vårt uttalande.

#### Uttalande

Enligt vår uppfattning har årsberättelsen i allt väsentligt upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) samt de bestämmelser i lagen om värdepappersfonder som särskilt anges i lagen om allmänna pensionsfonder.

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

Utöver vår revision av årsberättelsen har vi även utfört en revision av Sjunde AP-fondens förvaltning för AP7 Aktiefond för räkenskapsåret 2014.

#### Sjunde AP-fondens ansvar

Det är Sjunde AP-fonden som har ansvaret för förvaltningen enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

#### Revisorernas ansvar

Vårt ansvar är att med rimlig säkerhet uttala oss om förvaltningen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige.

Som underlag för vårt uttalande om förvaltningen har vi utfört vår revision av årsberättelsen granskat väsentliga beslut, åtgärder och förhållanden i fonden för att kunna bedöma om Sjunde AP-fonden handlat i strid med lagen om allmänna pensionsfonder samt de bestämmelser i lagen om värdepappersfonder som särskilt anges i lagen om allmänna pensionsfonder.


Vi anser att de revisionsbevis vi inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för vårt uttalande.

#### Uttalande

Sjunde AP-fonden har enligt vår bedömning inte handlat i strid med lagen om allmänna pensionsfonder samt de bestämmelser i lagen om värdepappersfonder som särskilt anges i lagen om allmänna pensionsfonder eller fondbestämmelserna.

Stockholm den 9 februari 2015

  
Jan Birgeron  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

  
Peter Strandh  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

## Årsberättelse 2014

# AP7 Räntefond

Organisationsnummer 515602-3870

## Förvaltningsberättelse

### Placeringsinriktning

AP7 Räntefond är en viktig komponent för att skapa en livscykelprofil i förvaltsalternativet AP7 Såfa och därmed en byggsten i det allmänna pensionssystemets premiepensionssparande. Fonden ingår också i statens fondportföljer. Mer information om dessa produkter finns i årsredovisningen för Sjunde AP-fonden.

AP7 Räntefond bedöms ha en låg risknivå. Sparare som via AP7 Såfa har sitt premiepensionssparande fördelat mellan AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond har en högre total risk eftersom aktierisk tillkommer.

Målet för AP7 Räntefond är att avkastningen minst ska motsvara avkastningen för jämförelseindex (se förklaringar till nyckeltal nedan).

Strategin är att placera fondens tillgångar i svenska ränterelaterade finansiella instrument med låg kreditrisk, så att den genomsnittliga räntebindingstiden normalt är två år.

### Placeringar

Placeringarna görs genom intern förvaltning och har under 2014 placerats passivt mot fondens jämförelseindex. Det innebär att de 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 2014.

### Derivatinstrument

Derivatinstrument får enligt fondbestämmelserna användas som ett led i placeringsinriktningen. Under 2014 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 2014 var totalavkastningen för AP7 Räntefond 2,8 % (NAV-kursberäknad avkastning; se förklaring till nyckeltalen), vilket var 0,1 procentenheter sämre än jämförelseindex. Genom att marknadsräntorna har sjunkit

under året, har avkastningen varit positiv.

Under 2014 har fonden tillförts 5,1 miljarder kronor genom att Pensionsmyndigheten placerat 2013 års pensionsrätter och genomfört rebalansering av AP7 Såfa. Den mycket goda utvecklingen för AP7 Aktiefond innebär att det belopp som tillfördes AP7 Räntefond i samband med rebalanseringen av AP7 Såfa var större än under tidigare år. Utflödet av kapital genom inlösen av andelar, främst på grund av att premiepensionssparare bytte till andra fonder, uppgick till 0,6 miljarder kronor.

### Fondens tio största innehav i % av fondkapitalet vid utgången av år 2014

Stadshypotek 1578	10,5
Svenska staten 1051	10,4
Stadshypotek 1579	9,8
Swedbank Hypotek 185	9,1
Nordea Hypotek 5527	9,0
Swedbank Hypotek 184	8,3
Svenska staten 1050	8,0
SEB 569	7,2
SEB 570	5,6
Nordea Hypotek 5528	4,9
<b>Summa tio största innehav</b>	<b>82,8</b>

## AP7 Räntefond | Årsberättelse 2014

## Nyckeltal

	2014	2013	2012	2011	2010 <sup>1</sup>
<b>Fondförmögenhet (Mkr)</b>	17 532	12 689	8 872	6 657	6 034
Antal andelar (tusental)	158 315	117 791	83 793	64 649	60 605
Andelskurs (kr)	110,74	107,73	105,86	102,97	99,57
<b>Avkastning<sup>2</sup></b>					
Total NAV-kursberäknad (%)	2,8	1,8	2,8	3,4	-0,5
Jämförelseindex (%)	2,9	1,9	3,0	5,2	-0,3
<b>Genomsnittlig avkastning<sup>2</sup></b>					
2 år (%)	2,3	2,3	3,1	-	-
Sedan fondstart (%)	2,2	2,1	2,2	-	-
<b>Riskmått<sup>2</sup></b>					
Totalrisk fonden (%)	0,8	0,9	0,8	-	-
Totalrisk jämförelseindex (%)	0,8	0,9	0,7	-	-
Aktiv risk (%)	0,1	0,1	0,6	-	-
Omsättningshastighet (%)	101,0	88,1	68,2	100,9	97,5
Modifierad duration (%)	1,9	1,8	1,8	1,9	1,8
<b>Avgifter</b>					
Förvaltningsavgift (%)	0,05	0,08	0,09	0,09	0,09
Årlig avgift (%)	0,05	0,08	0,09	0,09	0,09
Avgift insättning/uttag	Inga	Inga	Inga	Inga	Inga
<b>Transaktionskostnader</b>					
Totalt (Tkr)	10	9	9	7	18
Andel av omsättning (%)	0,00	0,04	0,00	0,00	0,00
Engångsinsättning 10 000kr (kr)	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 Premievals-fonden hade överfört 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 2014 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.

## AP7 Räntefond | Årsberättelse 2014

### Förklaringar till nyckeltalen

**Avkastnings- och riskberäkningar:** AP7 Räntefonds avkastning och risk beräknas genom att spegla värdeutvecklingen från pensions-spararens perspektiv och grundas 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 2 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 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:** 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.

## AP7 Räntefond | Årsberättelse 2014

## Balansräkning

Samtliga belopp i tusentals kronor

Not	Tillgångar	2014-12-31		2013-12-31	
			%		%
1	Överlåtbara värdepapper	17 523 963	99,9	12 662 453	99,8
	<b>Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde</b>	<b>17 523 963</b>	<b>99,9</b>	<b>12 662 453</b>	<b>99,8</b>
	Bankmedel och övriga likvida medel	8 892	0,1	27 714	0,2
	<b>Summa tillgångar</b>	<b>17 532 855</b>	<b>100,0</b>	<b>12 690 167</b>	<b>100,0</b>
	<b>Skulder</b>				
	Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	660	0,0	802	0,0
	Övriga skulder	0	0,0	0	0,0
	<b>Summa Skulder</b>	<b>660</b>	<b>0,0</b>	<b>802</b>	<b>0,0</b>
2	Fondförmögenhet	17 532 195	100,0	12 689 365	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		2014	2013
	<b>Intäkter och värdeförändring</b>		
3	Värdeförändring på överlåtbara värdepapper	-149 930	-194 265
4	Ränteutgifter	508 085	361 828
	Övriga intäkter	0	0
	<b>Summa Intäkter och värdeförändring</b>	<b>358 155</b>	<b>167 563</b>
	<b>Kostnader</b>		
5	Förvaltningskostnader	-6 555	-7 359
6	Övriga kostnader	-10	-9
	<b>Summa Kostnader</b>	<b>-6 565</b>	<b>-7 368</b>
	Periodens resultat	351 590	160 195

**Redovisningsprinciper**

Årsberättelsen för fonden har upprättats enligt lagen om värdepappersfonder samt Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2013:9) och allmänna råd.

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 2014

**Not 1 – Överlåtbara värdepapper**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2014-12-31		2013-12-31	
		%		%
Överlåtbara värdepapper	17 523 963	99,9	12 662 453	99,8
<b>Summa Överlåtbara värdepapper</b>	<b>17 523 963</b>	<b>99,9</b>	<b>12 662 453</b>	<b>99,8</b>

**Not 2 – Förändring av fondförmögenhet**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2014-01-01	2013-01-01
	-2014-12-31	-2013-12-31
Fondförmögenhet vid periodens början	12 689 365	8 872 177
Andelsutgivning	5 075 993	4 012 356
Andelsinlösen	-584 753	-355 363
Periodens resultat enligt resultaträkning	351 590	160 195
<b>Fondförmögenhet vid periodens slut</b>	<b>17 532 195</b>	<b>12 689 365</b>

**Not 3 – Specifikation av värdeförändring på överlåtbara värdepapper**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2014	2013
Realiserat kursresultat	-152 468	-159 586
Orealiserat kursresultat	2 538	-34 679
<b>Summa</b>	<b>-149 930</b>	<b>-194 265</b>

**Not 5 – Specifikation av förvaltningskostnad**

Ersättning till Sjunde AP-fonden för förvaltning har betalats med 0,05 % per år på det förvaltade kapitalet. Detta ger för helåret 2014 en förvaltningskostnad på **6 555 tkr (7 359 tkr)**. Förvaltningsavgiften täcker kostnader för bl a förvaltning, administration, redovisning, revision, förvaring av värdepapper, information och tillsyn.

**Not 6 – Specifikation av övriga kostnader**

Samtliga belopp i tusentals kronor

	2014	2013
Obligationer	507 142	355 488
Korta ränteplaceringar	906	6 340
Ränta repor	37	0
<b>Summa</b>	<b>508 085</b>	<b>361 828</b>

	2014	2013
Transaktionsavgifter till BNY Mellon	-10	-9
<b>Summa</b>	<b>-10</b>	<b>-9</b>

AP7 Räntefond | Årsberättelse 2014

Stockholm den 6 februari 2015



Bo Källstrand  
Ordförande



Adine Grate Axén  
Vice ordförande



Gunnar Andersson



Kerstin Hermansson



Mats Kinnwall



Robert Stenram



Patrik Tolf



Rose Marie Westman



Hellen Wohlin Lidgard



Richard Gröttheim  
Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har avgivits den 9 februari 2015



Jan Birgersson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen



Peter Strandh  
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, org.nr B02406-2302, utfört en revision av årsberättelsen för AP7 Räntefond för räkenskapsåret 2014.

#### Sjunde AP-fondens ansvar för årsberättelsen

Det är Sjunde AP-fonden som har ansvaret för årsberättelsen och för att lagen om allmänna pensionsfonder samt de bestämmelser i lagen om värdepappersfonder som särskilt anges i lagen om allmänna pensionsfonder tillämpas 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 årsberättelsen 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 mitt vårt uttalande.

#### Uttalande

Enligt vår uppfattning har årsberättelsen i allt väsentligt upprättats i enlighet med Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) samt de bestämmelser i lagen om värdepappersfonder som särskilt anges i lagen om allmänna pensionsfonder.

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

Utöver vår revision av årsberättelsen har vi även utfört en revision av Sjunde AP-fondens förvaltning för AP7 Räntefond för räkenskapsåret 2014.

#### Sjunde AP-fondens ansvar

Det är Sjunde AP-fonden som har ansvaret för förvaltningen enligt lagen om allmänna pensionsfonder.

#### Revisorernas ansvar

Vårt ansvar är att med rimlig säkerhet uttala oss om förvaltningen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt god revisionssed i Sverige.

Som underlag för vårt uttalande om förvaltningen har vi utöver vår revision av årsberättelsen granskat väsentliga beslut, åtgärder och förhållanden i fonden för att kunna bedöma om Sjunde AP-fonden handlat i strid med lagen om allmänna pensionsfonder samt de bestämmelser i lagen om värdepappersfonder som särskilt anges i lagen om allmänna pensionsfonder.

Vi anser att de revisionsbevis vi inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för vårt uttalande.

#### Uttalande

Sjunde AP-fonden har enligt vår bedömning inte handlat i strid med lagen om allmänna pensionsfonder samt de bestämmelser i lagen om värdepappersfonder som särskilt anges i lagen om allmänna pensionsfonder eller fondbestämmelserna.

Stockholm den 9 februari 2015

Jan Blögerson  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen

Peter Strandh  
Auktoriserad revisor  
Förordnad av regeringen



# Utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2014

FINANSDEPARTEMENTET

SLUTRAPPORT

11 mars 2015

McKinsey&Company

## Innehållsförteckning

1. Angreppssätt för utvärderingen .....	1
2. AP-fondernas roll, utveckling och omvärld 2001-2014 .....	3
3. Sammanfattning och identifierade frågeställningar.....	11
4. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden .....	23
5. Grundläggande utvärdering av Andra AP-fonden.....	31
6. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden .....	38
7. Grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fonden .....	45
8. Grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fonden .....	52
9. Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden .....	58

## 1. Angreppssätt för utvärderingen

I januari 2012 fick McKinsey & Company uppdraget att genomföra den årliga utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2012-2014.

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 2014 innefattade uppdraget endast den grundläggande utvärderingen.

Den grundläggande utvärderingen av Första till Fjärde AP-fondernas verksamhet 2014 beskriver skillnader i fondernas förvaltningsmodell samt viktiga händelser under 2014, 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 2014.

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 2014. Buffertfondernas (Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna) gemensamma påverkan på inkomstpensionssystemet utvärderas över perioden 1 januari 2001 till 31 december 2014.

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 2014 utvärderas resultaten för fondens nya förvaltningsmodell under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2014 samt resultaten från fondens förvalsalternativ under perioden 1 januari 2001 till 31 december 2014.

Utvärderingen av fondernas verksamhet baseras på information från fondernas interna resultatuppföljningssystem för att möjliggöra analys av olika källor till den totala avkastningen. Det här innebär att det 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). Flera externa källor har också använts, till exempel för att sätta fondernas utveckling i relation till utvecklingen av tillgångar och skulder i inkomstpensionssystemet, utvecklingen på kapitalmarknaderna och resultaten för ett urval av utländska statliga pensionsfonder. Dessa källor redovisas i anslutning till respektive analys.

Utvärderingsarbetet har pågått från mitten av januari till början av mars 2014 och har genomförts i en kontinuerlig process med fonderna. I rapporten redovisas först AP-fondernas roll i inkomstpensionssystemet och utveckling i relation till omvärlden 2001-2014 (kapitel 2). Därefter följer en sammanfattning med identifierade frågeställningar för vidare diskussion baserat på årets grundläggande utvärdering. Vidare följer ett kapitel för var och en av fonderna som redovisar resultaten från den grundläggande utvärderingen per fond (kapitel 4-9).

## 2. AP-fondernas roll, utveckling och omvärld 2001-2014

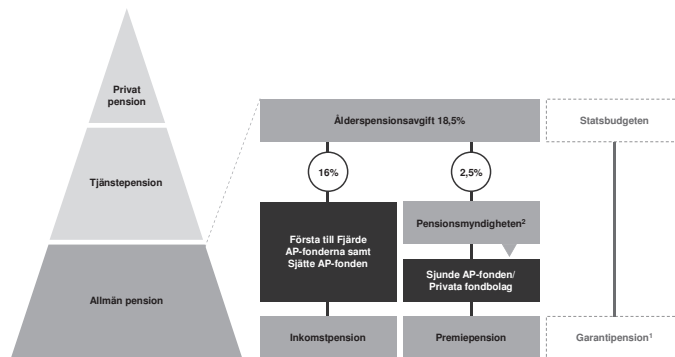
I det här kapitlet beskrivs AP-fondernas roll i det svenska pensionssystemet och buffertfondernas (Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna) utveckling 2001-2014, med fokus på deras påverkan på inkomstpensionssystemet samt hur de utvecklats i jämförelse med kapitalmarknaderna och ett urval av utländska 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 partiuppgörelse från 1998 med syfte att reformera den då gällande folkpensionen och ATP. I dagens system betalas varje år 18,5% av den totala lönesumman in till allmän pension<sup>1</sup>, varav 16

<sup>1</sup> Av dessa 18,5% går maximalt 7,5 inkomstbasbelopp (SEK 426 750 år 2014) 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>2</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 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 pensionskulderna tar hänsyn till demografisk utveckling och att det finns en automatisk balansering gör systemet självförsörjande.

Buffertfonderna ska också verka självständigt och ha egna placeringspolicier, ägarpolicier 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).

<sup>2</sup> Även premiepensionen är självfinansierad

Premiepensionen syftar till att varje arbetstagare ska kunna påverka en del av den allmänna pensionen genom att välja hur pensionsmedlen investeras. Alla arbetstagare kan välja mellan omkring 850 fonder i premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden införde en ny förvaltningsmodell 2010 och inom ramen för den nya modellen förvaltar Sjunde AP-fonden sedan maj 2010 två fonder: AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Dessa fonder kombineras i AP7 Såfa som förvaltar premiepensionen för de arbetstagare som inte aktivt väljer fondförvaltare (statens ”förvalsalternativ”). Sjunde AP-fonden erbjuder utöver förvalsalternativet (som också är valbart) fem ytterligare fondportföljer som kan väljas i konkurrens med de övriga omkring 850 fonderna av alla arbetstagare.<sup>3</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 2001-2014**

Sedan januari 2001 har buffertfondernas kapital växt från SEK 554 miljarder till SEK 1 185 miljarder och buffertfondernas avkastning efter kostnader har bidragit med SEK 647 miljarder av tillväxten. Det här motsvarar en genomsnittlig avkastning på 5,3% per år jämfört med inkomstindex som under samma period ökade med 3,1% per år. Buffertfonderna genererade 2014 en avkastning på SEK 147 miljarder efter kostnader, vilket är den högsta avkastningen i absoluta termer som fonderna genererat under ett enskilt år sedan starten. Nettoflödet har varit negativt varje år sedan 2009 till skillnad från tidigare år då buffertfonderna hade ett positivt nettoflöde (Bild 2). Under 2014 var nettoflödet SEK -21,3 miljarder. Enligt Pensionsmyndighetens prognoser kommer nettoflödet vara fortsatt negativt under de närmsta 5 åren, med i genomsnitt SEK -36,1 miljarder per år.

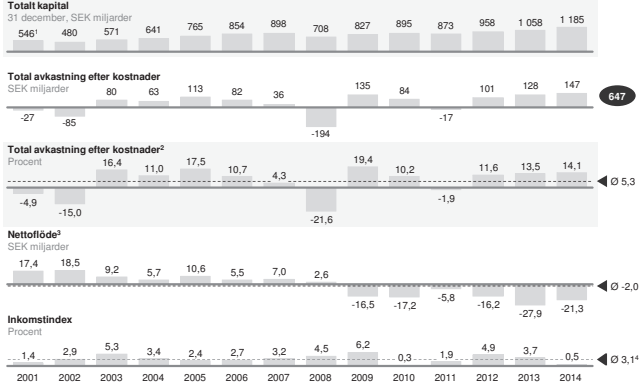
<sup>3</sup> Dessa fem fondportföljer är valbara på fondtorget, medan AP7 Såfa ligger utanför fondtorget

Bild 2

**Buffertfondernas utveckling 2001<sup>1</sup>–2014**

Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna

Total 2001-2014



<sup>1</sup> 31 december 2001. Totalt kapital 1 januari 2001 SEK 554 miljarder.  
<sup>2</sup> Avkastning per fond viktat med genomsnittligt kapital för vardera år, geometriskt snitt 2001-2014.  
<sup>3</sup> Inkluderar även vissa kostnadsposter.  
<sup>4</sup> Geometriskt snitt.

KÄLLA: AP-fonderna; McKinsey-analys

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 utjämna påverkan på inkomstpensionen beslutade Riksdagen 2009 att balanstalet från och med 2008 ska beräknas baserat på ett genomsnittligt värde på buffertfonderna under tre år. Utvecklingen i systemet 2008-2009 innebar att inkomstpensionen i absoluta tal skrevs ner med 3,0% respektive 4,3% 2010 och 2011 givet fördröjningen på två år. 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 4,1 % per år 2012-2015 (med undantag av 2014 års nedskrivning med 2,7% till följd av 2012 års balanstalet). 2014 års utveckling leder till att inkomstpensionen 2016 kommer att skrivas upp med 4,5%<sup>4</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

<sup>4</sup> Pensionsmyndighetens februariprognos, publicerad 20 februari 2015

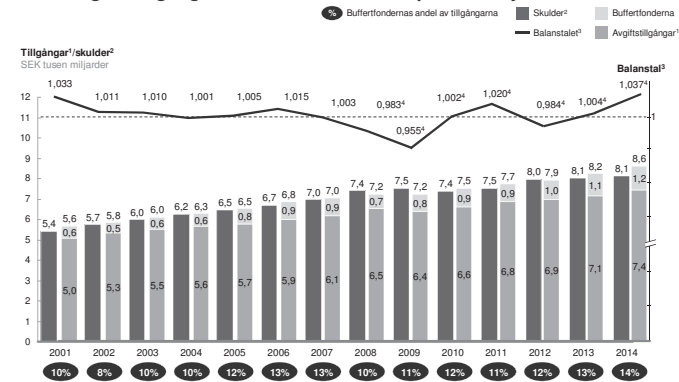


över tid då fonderna utgör en ökande andel av tillgångarna (från 10% år 2001 till 14% år 2014).

Sammantaget under hela perioden 2001-2014 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



1 Bestäms av befolkningsförvänt, arbetskaftsdeltagande, ekonomisk tillväxt och löneökningstakt  
 2 Bestäms av antal pensionärer, genomsnittlig livslängd och löneökningstakt  
 3 Balansstat = buffertfonderna plus framtida inbetalningar dividerat med framtida utbetalningar för inkomstpension. Balansstaten ligger till grund för pensionsutbetalningar två år senare  
 4 Utvärderingen ändrades i proposition 2008/09:219 genom att värdet på buffertfonderna räknas som genomsnitt av de 3 senaste åren. Enligt den tidigare definitionen var balansstaten 1,0139 2010, 1,0208 2011, 0,9860 2012, 1,0158 2013 samt 1,0050 2014.

KÄLLA: Försäkringskassan; Pensionsmyndigheten; McKinsey-analys

Buffertfonderna hade i slutet av 2014 48% av sitt kapital investerat i noterade aktier: 12% i svenska aktier, 29% i utländska aktier exklusive tillväxtmarknader och 7% i aktier i tillväxtmarknader. Av övriga 52% av kapitalet hade fonderna 33% investerat i räntebärande värdepapper, 19% i alternativa tillgångar<sup>5</sup> och -1% i övriga tillgångar<sup>6</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

<sup>5</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 riskpremier, alternativa krediter och infrastruktur.

<sup>6</sup> Inkluderar t.ex. kassa, hedge och overlay (negativ för 2014 till stor del drivet av icke-realiserade förluster från valutahedge).

kapitalmarknaderna, men över längre historiska tidsperioder har noterade aktier genererat en avkastningspremie jämfört med räntor<sup>7</sup>.

2014 avkastade Stockholmsbörsen 16,3%, globala aktier 28,7% och aktier i tillväxtmarknader 21,5% mätt i svenska kronor. Under hela perioden 2001-2014 avkastade svenska aktier i genomsnitt 8,5% per år, globala aktier 3,5% per år och aktier i tillväxtmarknader 8,7% per år mätt i svenska kronor. Således har den höga andelen svenska aktier och aktier i tillväxtmarknader under perioden 2001-2014 bidragit positivt till fondernas resultat.

Bild 4

#### Buffertfondernas allokering och utveckling på underliggande marknader



1 AP 1-4 och AP6  
2 29 juni 2001 till 2 januari 2015  
3 Aktier Stockholmsbörsen (SIX RX) i SEK, globala aktier (MSCI World) i SEK, obligationsindex Sverige (Svenska Statsobligationer 5 år) i SEK, utländskt obligationsindex (US 5-year Government bonds) i SEK, aktier i tillväxtmarknader (MSCI Emerging Markets) i SEK  
4 Inkluderar AP6  
5 Overlaymandat, TAA, etc.  
6 3 januari 2014 till 2 januari 2015  
7 Total indexutveckling inklusive utdelning  
8 Motsvarande utveckling för Svenska aktier exklusive utdelning år 12,6% (SIX GX) i SEK från 3 januari 2014 till 2 januari 2015

KÄLLA: Affärsvärlden; MSCI; OMX; Datastream; Statistiska Centralbyrån; Svenska Försäkringskassan; 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, valutaeffekter och marknadsutveckling på respektive hemmamarknader, men utgör en intressant referens.

Under den senaste tioårsperioden 2005-2014 har buffertfonderna genererat en avkastning i linje med de utländska pensionsfonderna med en genomsnittlig årlig avkastning på 7,1%

<sup>7</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)

jämfört med ett genomsnitt på 6,9% för de jämförda fonderna<sup>8</sup>. Även under den senaste femårsperioden 2010-2014, var buffertfondernas avkastning i linje med genomsnittet för de jämförda fonderna<sup>9</sup>. Buffertfonderna har över tid gynnats av en stark utveckling för svenska aktier jämfört med utländska aktier eftersom AP-fonderna är överviktade i svenska aktier jämfört med de andra fonderna. Den starka utvecklingen för svenska aktier är dels driven av underliggande marknadsutveckling och dels av valutautvecklingen.

Buffertfonderna har 12% 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 har omkring 5-25% av portföljen i aktier i sina respektive hemmamarknader.<sup>10</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 har 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. Pensionsfonders övervikt mot hemmamarknaden (så kallad "home bias") är 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. Buffertfondernas relativa övervikt mot aktier i hemmamarknaden är något högre än hos flera av de internationella jämförelsefonderna. Det här 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 vid behov se över sin övervikt mot hemmamarknaden.

Flera av de jämförda fonderna har en högre andel alternativa tillgångar än buffertfonderna. En bidragande orsak till detta är att Första till Fjärde AP-fondernas nuvarande placeringsregler begränsar fondernas möjligheter att investera i onoterade tillgångar (se även kapitel 3). Dock har AP-fonderna över tid ökat andelen alternativa tillgångar och därmed närmast sig flera av jämförelsefonderna med avseende på tillgångsallokering.

<sup>8</sup> Baserat på fondernas rapporterade avkastning i lokal valuta, vilket bedöms mest relevant för att jämföra fondernas prestation givet deras mandat och hemmamarknad

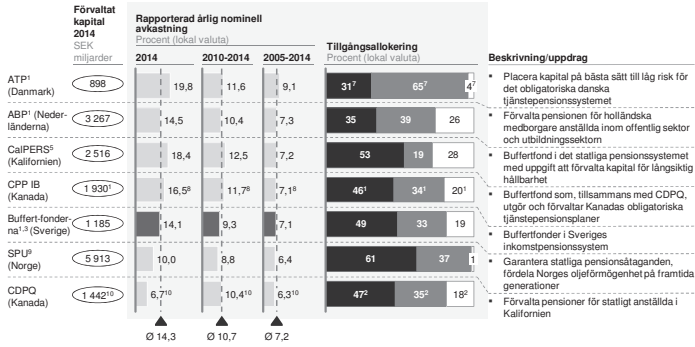
<sup>9</sup> En jämförelse för 2014 är mindre relevant givet skillnader i räkenskapsår och data tillgänglighet

<sup>10</sup> Baserat på tillgänglig publicerad data (alla fonder redovisar ej kring detta)

Bild 5

**Buffertfondernas avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder**

■ Aktier ■ Råntor □ Allt tillgångar<sup>1</sup> - - Medelvärdet



1 Per den 31 Dec. 2014; 2 Per den 31 Dec. 2013; 3 AP1-4 och AP6; 4 Alternativa tillgångar inkluderar bland annat private equity, fastigheter, infrastruktur, samt derivat; 5 Per 30 Juni 2014; 6 Data gällande förvällat kapital tillgängligt, avkastning och tillgångsallokering ej tillgängligt; 7 Fördelning avser investeringsportfölj; 8 Per 31 Mars 2014; 9 Per 30 Sep. 2014; siffran för 2014 är Q4 2013-Q3 2014; 10 Halvsårsresultat för per 30 Juni 2014 vilket tas hänsyn till i beräkning av årsmedelvärdet

KÄLLA: Årsredovisningar; Oanda; McKinsey-analys

### 3. Sammanfattning och identifierade frågeställningar

Det här kapitlet sammanfattar först den grundläggande utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2014 i tre avsnitt: Första till Fjärde AP-fonderna, Sjätte AP-fonden och Sjunde AP-fonden. Därefter presenteras, baserat på utvärderingen, ett antal identifierade frågeställningar som bedöms viktiga för att fortsatt utveckla fondernas verksamhet.

#### **FÖRSTA TILL FJÄRDE AP-FONDERNA 2001<sup>11</sup>–2014**

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>12</sup>.

Fonderna har sedan 2008 genomfört viktiga förändringar i 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 2014 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, fortsatt arbete med integration av hållbarhet i förvaltningen, samt översyn av fondernas riskhantering. Första till Fjärde AP-fondernas investeringar i alternativa tillgångar har ökat från 15% till 18% av totalt förvaltad kapital under 2014 med ökning i alla fonder, med undantag för Fjärde AP-fonden. Största ökningarna har skett i Första och Andra AP-fonderna, som 2014 ökade investeringarna i alternativa tillgångar från 22% till 25% respektive från 16% till 19% av totalt förvaltad kapital, med syfte att öka diversifieringen och sänka volatiliteten i portföljen.

I tillägg har två av fonderna, Första och Andra AP-fonderna, beslutat att revidera sina långsiktiga målsättningar från och med den 1 januari 2015. Första AP-fonden har etablerat en målsättning i reala termer (4,0% per år över en rullande tioårsperiod), i linje med övriga fonder, och Andra AP-fonden har sänkt sitt långsiktiga avkastningsantagande

<sup>11</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>12</sup> Lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192), Propositionen om AP-fonden i det reformerade pensionssystemet (1999/2000:46)

från 5,0% till 4,5% per år, givet det låga ränteläget. Därmed har alla fonderna från 2015 långsiktiga målsättningar på mellan 4,0% och 4,5% per år i reala termer.

Bild 6

#### Viktiga händelser under 2014 för Första till Fjärde AP-fonderna

AP1	<ul style="list-style-type: none"><li>• Beslutat om, utvecklat och förberett implementering av uppdaterad förvaltningsmodell som tas i bruk 1 januari 2015, med övergripande tillgångsfördelning 65% aktier och 35% räntor (från 60% resp. 40%)</li><li>• Beslutat om nytt mål fr.o.m. 1 jan 2015: 4,0% reallt (övergång till reallt mål, i linje med övriga fonder)</li><li>• Integration av hållbarhetsaspekter i all investeringsanalys och tillsättning av hållbarhetsanalytiker i förvaltningen</li><li>• Utvecklat en mer generell riskhanteringsplan med tydligare processer och beslutstrukturer</li><li>• Införande av enheterna Hållbart värdeskapande, Kvantitativ analys och Alternativa investeringar</li><li>• Ökat andelen alternativa tillgångar från 22% till 25%, främst drivet av PE och hedgefonder</li></ul>
AP2	<ul style="list-style-type: none"><li>• Förändrat långsiktigt avkastningsantagande från 5% till 4,5% per år, till följd av lägre förväntade räntor på lång sikt, fr.o.m. 1 januari 2015</li><li>• Fortsatt internalisering av förvaltningen (tillväxtmarknadsobligationer i hårdvaluta) och förberedelser för internalisering av globala kreditobligationer (planerat genomförande 2015)</li><li>• Rekryterat en ytterligare investerare inom tillväxtmarknader (räntor) samt en hållbarhetsanalytiker</li><li>• Ökat fokus på risk, inkl. kartläggning av investeringsprocessen och nytt risksystem</li><li>• Utvecklat hållbarhetsstrategin, t.ex. sålt av fossilbolag, mått portföljens koldioxidutsläpp, ökat investeringar i gröna obligationer och gjort första investeringar i sociala obligationer</li><li>• Ökat andelen alternativa tillgångar från 16% till 19% och minskat andelen utländska aktier (inkl. tillväxtmarknader) från 39% till 38%</li></ul>
AP3	<ul style="list-style-type: none"><li>• Enheten Alternativa investeringar har flyttats och inordnats direkt under CIO:n</li><li>• Fortsatt satsning på en europeisk large cap-portfölj med 40-60 aktier</li><li>• Förberett ökade investeringar i europeisk infrastruktur</li><li>• Fortsatt fokus på integration av hållbarhetsfrågor, t.ex. utbildning, verktyg, tydligare resursallokering, mätning av portföljens koldioxidavtryck, hållbarhetsrapport</li><li>• Ökat allokeringen till räntor från 14% till 24% och minskat allokeringen till aktier från 54% till 48%</li><li>• Ökat valutaexponeringen från 20% till 24% av totalportföljen</li></ul>
AP4	<ul style="list-style-type: none"><li>• Anställt ny administratör</li><li>• Har etablerat fokusområden för ESG-investeringar: governance och low-carbon; samt tillsammans med FN, Amundi och CDP bildat "Portfolio Decarbonization Coalition", PDC, med syfte att investera världen över till klimatområdet i Paris 2015 ska mäta, publicera och minska koldioxidavtrycket</li><li>• Ökat andelen räntor från 32% till 34%</li><li>• Ökat allokeringen till små och medelstora bolag samt till low-carbon (från ca. 5% till 10% av globala aktier)</li></ul>

KÄLLA: AP-fonderna; intervjuer; årsredovisningar; hemsidor; McKinsey-analys

En utvärdering av 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 under den senaste tioårsperioden. Även sedan starten 2001 har alla fonderna förutom Andra AP-fonden uppnått sina långsiktiga avkastningsmål (Bild 7).<sup>13</sup> 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. Andra AP-fonden har tillsammans med Fjärde AP-fonden haft högst genomsnittlig avkastning sedan starten (6,0% per år). Fjärde AP-fonden har även haft högst genomsnittlig avkastning under den senaste tioårsperioden (7,7% per år), femårsperioden (10,5% per år) samt under 2014 (15,6%).

Första AP-fonden har haft lägst genomsnittlig avkastning sedan starten 2001 (5,7% per år) och den senaste tioårsperioden tillsammans med Tredje AP-fonden (6,8%). Under den senaste femårsperioden har Tredje AP-fonden haft lägst avkastning (8,8% per år) och under 2014 hade Andra AP-fonden lägst avkastning (13,1%).

<sup>13</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)

Utvecklingen under 2014 var stark i en historisk jämförelse. Första AP-fonden nådde en avkastning på 14,6%, Andra AP-fonden 13,1%, Tredje AP-fonden 13,7% och Fjärde AP-fonden 15,6%.

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>14</sup>. Ett sätt att bedöma vilken marknadsrisk fonderna tagit i relation till sin uppnådda avkastning är att beräkna den så kallade ”sharpekvoten”<sup>15</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 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>16</sup>. Historiskt har fonderna använt olika definitioner av riskfri ränta, men under de senaste åren har fondernas definition konvergerat. För 2014 har fonderna använt en gemensam definition av riskfri ränta<sup>17</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 per år för totalportföljen sedan starten 2001, 0,6–0,7 per år den senaste tioårsperioden och 1,1–1,2 per år den senaste femårsperioden. Den höga genomsnittliga riskjusterade avkastningen, mätt som sharpekvot, under den senaste femårsperioden förklaras av att åren mellan 2010 och 2014 har varit starka år för fonderna sett ur ett historiskt perspektiv. Under 2014 var skillnaderna mellan fondernas riskjusterade avkastning något större och varierade mellan 2,5 för Andra och Fjärde AP-fonderna och 2,8 för Tredje AP-fonden (varierade mellan 1,9 och 2,6 år 2013)<sup>18</sup>.

<sup>14</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>15</sup> Sharpekvoten beräknas som skillnaden mellan fondens avkastning och den riskfria räntan dividerat med fondens volatilitet och benämns oftast riskjusterad avkastning

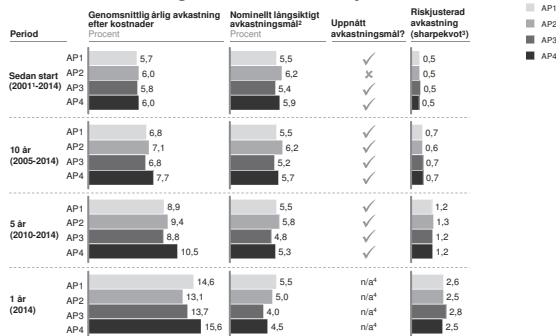
<sup>16</sup> Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel 2001-10 och 2-årig svensk statsobligation 2011-13, samt antagande om 260 handelsdagar

<sup>17</sup> En sammansatt ränteporfölj (YCGT0021) som år 2014 ger en riskfri ränta på 0,8281%

<sup>18</sup> Fondernas riskjusterade avkastning är något högre 2014 jämfört med 2013, framför allt drivet av högre avkastning (volatiliteten har också varit något högre 2014 jämfört med 2013). Skillnaden i sharpekvot fonderna emellan är något mindre 2014 än 2013, givet mindre skillnader i avkastning.

Bild 7

Jämförelse mellan avkastning och mål Första till Fjärde AP-fonderna



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 målbildning skiljer sig över tidperioderna. AP1 har som målbildning ett mål en nominal avkastning på 5,5% per år. AP2 har som målbildning ett mål en real avkastning på 0% sedan 2005, medan 2001-04 var riskfritt. Mellan 2001-2008 omfattade målbildningen den redovisade avkastningen (RP) av portföljen för AP2. AP3 har som målbildning ett mål en real avkastning på 4%. AP4 har som målbildning ett mål en real avkastning på 4,5%.  
 3 Avser sharpekvoten för totalportföljen. Utvärderade mönster för AP1-4 kan utläsas i jämförelser av likvidportföljers sharpekvot.  
 4 Ej applicerbart då avkastningsmålen följs upp på en period som överstiger ett år.

KÄLLA: Första till Fjärde AP-Fonderna; McKinsey-analys

Ett annat vedertaget riskmått är Value at Risk (VaR), som anger den maximala förlust som portföljen riskerar att göra under en dag.<sup>19</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.

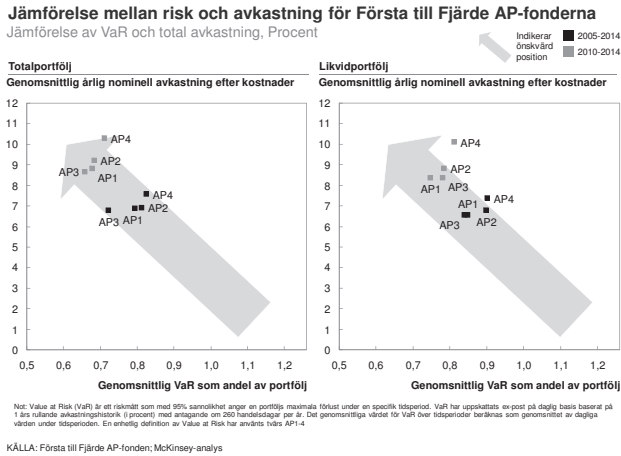
En analys av fondernas årliga avkastning i relation till VaR visar att Andra och Fjärde AP-fondernas högre avkastning både i totalportföljen och i likvidportföljen har skapats genom att ta en högre risk uttryckt som VaR (Bild 8). Under den senaste tioårsperioden har skillnaderna både i avkastning och VaR varit små mellan fonderna. Andra AP-fonden och Fjärde AP-fonden som genererat något högre avkastning under de senaste tio åren har också haft något högre VaR, både för totalportföljen och för den likvida portföljen. Sambandet mellan högre avkastning och högre VaR gäller också för fonderna 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.

<sup>19</sup> Med 95% sannolikhet. VaR drivs huvudsakligen av volatiliteten i marknaden, korrelationen mellan tillgångsslagen och positionsförändringar i portföljen



Bild 8



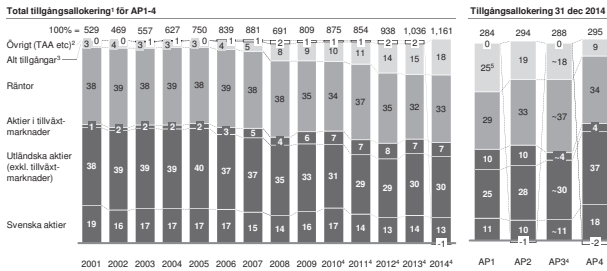
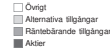
Första till Fjärde AP-fonderna arbetar idag på olika sätt med aktiv förvaltning, vilket försvårar jämförelser mellan fonderna. Förändringar i fondernas förvaltningsmodell innebär också att definitionen på aktiv förvaltning förändrats över tid och försvårar historiska jämförelser. Flera av fonderna har under de senaste åren minskat fokus på traditionell aktiv förvaltning relativt strategisk och taktisk tillgångsallokering. Under 2014 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 2011 till 13-14% idag (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 18% 2014 och minskat allokeringen till räntebärande tillgångar från 38% till 33%. Fondernas aktieallokering skiljer sig från den globala aktiemarknaden, med övervikt i Sverige och undervikt i tillväxtmarknader (en så kallad "home bias" som är vanlig hos pensionsfonder).

Bild 9

**Faktisk tillgångsallokering Första till Fjärde AP-fonderna**

% av fondernas faktiska portfölj; 100 % = SEK miljarder



1 Årlig genomsnittlig tillgångsallokering  
2 Överstyrmandat, TAA, etc.  
3 Alternativa tillgångar omfattar fastigheter, private equity, hedgefonder, konvertibler, jordbruk, infrastruktur, alternativa riskpremier mm.  
4 Tillgångsallokeringen för AP3 2012-14 är negativ då en exakt konvertering av riskklasser till tillgångsklasser ej kan göras.  
5 Under 2013 infördes en riskpartispottfölen innehöll 2014 53 % räntebärande papper, vilket gör att den totala räntesponeringen för AP1 uppgår till 31,3%.

KÄLLA: AP-fonderna; McKinsey-analys

Under 2014 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. Andelen svenska aktier sjönk något som en följd av marknadsutvecklingen.

En jämförelse vid utgången av 2014 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 59% 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 45% och 48% av kapitalet investerat i noterade aktier, varav 10-11% 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 25% 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.

Under 2014 har Första till Fjärde AP-fonderna haft en hög valutaexponering (24%-35%) jämfört med tidigare år och samtliga fonder har 2014 genererat positiva bidrag från valutaexponeringen, i första hand drivet av exponering mot en stigande dollarvärdering. En jämförelse fonderna emellan försvåras av att fonderna redovisar valutaeffekter på olika sätt, men samtliga fonder rapporterar positivt bidrag från valutaexponering på

omkring SEK 8-15 miljarder 2014, jämfört med negativt eller svagt positivt bidrag under 2013.

#### **SJÄTTE AP-FONDEN 1997-2014**

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>20</sup> är att uppnå hög avkastning med tillfredställande riskspridning genom att investera i noterade 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 2014 genomförde fonden följande viktiga förändringar:

- Fonden gjorde 5 nya företagsinvesteringar, varav 2 direktinvesteringar i Salcomp och Tobii Technology och 3 co-investeringar i Bureau van Dijk, Lindorff och Visma. Under året har även två större försäljningar genomförts (Unfors RaySafe och Holmbergs Childsafety).
- Fonden beslutade att bredda perspektivet gällande fondinvesteringar till att inkludera fonder även utanför Norden och två nya fondutfästelser gjordes till Carlyle IV och Bridgepoint Europe V.
- Under året fortsatte fonden att utveckla sitt hållbarhetsarbete, exempelvis genom rekrytering av en hållbarhetspecialist
- Fonden rekryterade en analytiker till fondinvesteringar (för ökad kapacitet för analys och utvärdering av nya investeringsmöjligheter) samt en investeringsansvarig till företagsinvesteringar (för utökad och breddad kompetens kring buyout-transaktioner)
- Fonden upphandlade också ett nytt affärssystem (eFront) som kan hantera både fond- och företagsinvesteringar (för implementering 2015)

Fondens kapital uppgick vid utgången av 2014 till totalt SEK 23,6 miljarder, varav SEK 17,2 miljarder var investerat i fondens investeringsverksamhet och SEK 6,4 miljarder fanns i fondens likviditetsförvaltning<sup>21</sup>. Sjätte AP-fondens totala kapital har 1997-2014 vuxit med SEK 13,2 miljarder, vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 4,6% per år (Bild 10). Under perioden 2005-2014, då en majoritet av fondkapitalet har varit investerat i fondens investeringsverksamhet, har Sjätte AP-fondens avkastning efter kostnader varit 5,4% per år. 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

<sup>20</sup> Sjätte AP-fondens uppdrag beskrivs lagarna 2000:193 och 2007:709 samt tillhörande förarbeten

<sup>21</sup> Inkluderar sedan 2012 noterade småbolag

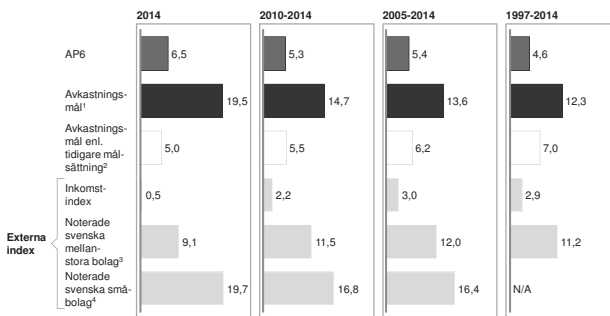
externa aktiemarknadsindex för medelstora och små svenska bolag. Fondens avkastning var dock högre än inkomstindex.

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 onoterade tillgångar värderas enligt principer som ej tar hänsyn till upp- eller nedgångar på børsen. Detta innebär att fondens avkastning har svårt att mäta sig med referensindex som är kopplade till børsen (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

**Resultat Sjötte AP-fondens totala portfölj**

Genomsnittlig årlig avkastning efter totala kostnader, Procent



<sup>1</sup> Nytt avkastningsmål sedan 2012: SIX Nordic 200 Cap GI (genlta SHB Nordfri All Share) + tillägg 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 2014 var reporäntan 0,47%, under 2010-2014 var reporäntan 1,03%, under 2005-2014 var reporäntan 1,73% samt under 1997 var reporäntan 2,53%  
<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: Sjötte AP-fonden; McKinsey-analys

Sjötte AP-fondens investeringsverksamhet genererade under perioden 2010-2014 en avkastning efter kostnader på 5,3% 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.

Fondens kostnader under 2005-2014 har varierat mellan SEK 120 och 180 miljoner per år (0,5%-1,1% av förvaltad kapital per år). 2014 uppgick fondens totala kostnader till SEK 120 miljoner (0,5%), varav SEK 98 miljoner (samma som år 2013) utgjordes av interna förvaltningskostnader och gemensamma kostnader.

#### **SJUNDE AP-FONDEN 2001-2014**

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>22</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 850 fonder. Målet för AP7 Såfa är att generera en avkastning som överstiger premiepensionsindex<sup>23</sup> och målet för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond är att slå sina respektive jämförelseindex.

Under 2014 har Sjunde AP-fonden genomfört flera förändringar. En viktig förändring var att fonden etablerade en ny strategisk ledningsgrupp som träffas tre gånger per år och har till uppgift att utveckla och konkretisera fondens strategiska mål under kommande fem år. Fonden har även ökat fokus på intern styrning och kontroll samt risk och compliance, med organisationsförändringar och resursförstärkning i och med en förtydligad linjeorganisation med kapitalförvaltning respektive administration, utveckling av roll- och processbeskrivningar, samt en stärkt riskfunktion med en Chief Risk Officer och tre nya personer (två inom kapitalförvaltningen och en inom administrationen). Under året har fonden även fortsatt utvecklingen av sitt hållbarhetsarbete genom att anställa en person med fokus på hållbarhetsfrågor samt börja arbeta med teman för att fokusera arbetet (driva förbättring av etik- & miljöarbetet inom private equity under 2014; klimat under 2015-2018). Fonden har även införlivat tidigare beslutad avgiftssänkning för både Aktiefonden och Räntefonden med 0,02 respektive 0,03 procentenheter för respektive byggstensfond.

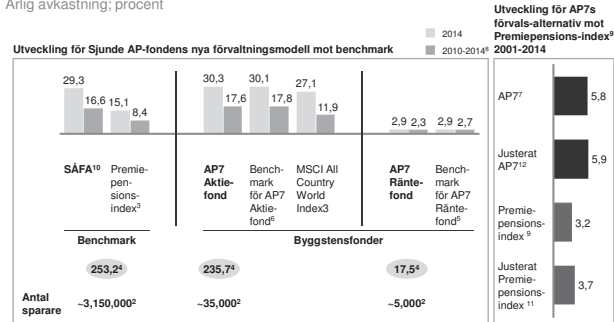
<sup>22</sup> Såfa står för Statens Årskullförvaltningsinitiativ. Statens icke-valsalternativ var fram till maj 2010 Sjunde AP-fondens Premiesparfond. Såfan kan också aktivt väljas

<sup>23</sup> Premiepensionsindex definieras som den genomsnittliga fondavkastningen i premiepensionssystemet exklusive AP7:s produkter genom hela rapporten

Bild 11

Utveckling för Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell 24 maj 2010 – 31 dec 2014

Årlig avkastning; procent



1 Fondförmågenheten den 31 december 2014; 2 31 december 2014. Avser de sparare som aktivt valt att investera hela eller delar av sin portfölj i en av byggsförfonderna (investeringar via Såfa och statens fondportföljer ej inkluderade); 3 I SEK men ej valutasäkrat; 4 Övrigt kapital investerat via Försäglig, Balanserat och Offensiv; 5 HMSCI3 för 2010 och HMT74 för 2011; 6 AP7s benchmark för AP7 Aktiefond kommer en normal bestå av 1 MSCI ACWI (SEK), 0,5 MSCI ACWI (USD) samt justering för finansiering av lånefinansiering. För 2010 är benchmark justerat för lånelängdens successiva uppgång under året; 7 Utgavs av PSF jan 2001-maj 2010 och Såfa maj 2010-dec 2014; 8 Genomsnittligt årligt avkastningsindex för AP7 Aktiefond och 6,9% AP7 Räntefond; 9 Genomsnittlig avkastning för fonderna i premiepensionssystemet (exklusive AP7s produkter); 10 Såfa bestod den 30 december 2014 av 93,1% AP7 Aktiefond och 6,9% AP7 Räntefond; 11 Genomsnittlig avkastning för premiepensionsindex justerat för avgifter och rabatter; 12 Utgavs av PSF jan 2001-maj 2010 och Såfa maj 2010-dec 2014, justerat för avgifter och rabatter  
KÄLLA: Sjunde AP-fonden; Pensionismyndigheten; AP7 Årsredovisning; McKinsey-analys

Sjunde AP-fonden förvaltade vid slutet av 2014 33,4% av totala premiepensionssystemets kapital, vilket motsvarar SEK 253 miljarder. Under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2014 genererade förvaltsalternativet Såfa i genomsnitt en avkastning på 16,6% per år, medan premiepensionsindex hade en genomsnittlig avkastning på 8,4% per år. 2014 var avkastningen på Såfa 29,3%, jämfört med 15,1% för premiepensionsindex.

Under hela perioden 2001-2014 har därmed Sjunde AP-fondens förvaltsalternativ<sup>24</sup> i genomsnitt avkastat 2,6 procentenheter mer än premiepensionsindex per år (5,8% respektive 3,2% per år). Justerat för rabatter har Sjunde AP-fondens förvaltsalternativ haft en genomsnittlig avkastning om 5,9%<sup>25</sup> per år och premiepensionsindex en avkastning om 3,7%<sup>26</sup> per år. AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond genererade under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2014 en lägre avkastning än respektive jämförelseindex (Bild 11).

Den aktiva avkastningen 2014 för Sjunde AP-fondens Aktiefond respektive Räntefond var 41 respektive -3 baspunkter. För perioden 24 maj 2010 till 31 december 2014 var den

<sup>24</sup> Premiesparfonden jan 2001-maj 2010 och Såfa maj 2010-dec 2013

<sup>25</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 Såfa alltid legat under det fria uttaget om 0,15%. Den genomsnittliga förvaltningsavgiften har under perioden 2001-2013 varit 0,32%

<sup>26</sup> Fonderna i premiepensionssystemet (Såfa och statens fondportföljer ej inkluderade) har under perioden 2001-2013 haft en genomsnittlig årlig förvaltningsavgift om 0,89% med en genomsnittlig rabatt om 54%

aktiva avkastningen för Aktiefonden respektive Räntefonden i genomsnitt -9 respektive -38 baspunkter per år. Räntefonden har förvaltats passivt sedan 2012.<sup>27</sup>

Fondbolagets faktiska kostnader, inklusive courtage för Aktiefonden, som andel av kapital för Aktiefonden och Räntefonden 31 december 2014 uppgick 2014 till 0,08% (0,10% 2013) för AP7. Förvaltningsavgiften för AP7 Aktiefond respektive AP7 Räntefond uppgick 2014 till 0,12% (0,14% 2013) respektive 0,05% (0,08% 2013) av fondens förmögenhet. Genomsnittlig förvaltningsavgift hos de 850 fonder som ingick i premiepensionssystemet 31 december 2014 var 0,92% (0,31% efter rabatter).

## IDENTIFIERADE FRÅGESTÄLLNINGAR BASERAT PÅ ÅRETS UTVÄRDERING

Baserat på resultaten från den grundläggande utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2014 har ett antal frågeställningar identifierats. Frågeställningarna bedöms viktiga för att fortsätta utveckla fondernas verksamhet. Några av frågeställningarna bygger på observationer som också återfunnits i tidigare års utvärderingar och som har aktualiserats igen till följd av utvecklingen under 2014. Frågeställningarna är:

- **Hur kan det säkerställas att AP-fonderna är så väl rustade som möjligt för marknadsutvecklingen framåt med risk för marknadsnedgångar efter flera år av positiv börsutveckling?** Fonderna förvaltar idag ett allt större kapital och utgör en allt större del av tillgångarna i inkomstpensionssystemet, främst drivet av stark uppgång på världens aktiemarknader under de senaste åren. Detta aktualiserar frågan kring hur fonderna ser på marknadsutvecklingen framöver samt om och i så fall hur fonderna planerar att anpassa dels sin investeringsstrategi och dels sin riskhantering därefter. En delfråga relaterad till investeringsstrategin är vilken ambition fonderna har att försöka förutse eller begränsa effekterna av eventuella större marknadsnedgångar jämfört med att stå fast vid den långsiktiga strategiska allokeringen. Vad gäller riskhantering har flera av AP-fonderna sett över sina riskhanteringsprocesser under de senaste åren och det finns en fråga kring hur det kan säkerställas att AP-fonderna har en så bra riskhantering som möjligt. En fördjupad analys av hur väl rustade fonderna är med avseende på investeringsstrategi och riskhantering har ej varit del av årets utvärdering, men bedöms vara ett viktigt område för dialog med fonderna.
- **Finns goda skäl till att Första till Fjärde AP-fonderna har olika målsättningar på lång sikt?** I och med att två av fonderna under 2014 justerat sina långsiktiga målsättningar inför 2015 aktualiseras frågan kring värdet av att fonderna definierar olika långsiktiga målsättningar. Samtliga fonder har från och med 1 januari 2015 långsiktiga målsättningar på 4,0% eller 4,5% per år i reala termer. Samtidigt konstateras att den enda fonden som inte nått sin långsiktiga

<sup>27</sup> Negativ avvikelse från jämförelseindex 2014 till följd av att jämförelseindex ej gick att replikera fullt ut

målsättning från starten 2001 är den fond som haft högst avkastning under perioden. Detta skulle kunna upplevas som ett incitament för fonderna att sätta lägre målsättningar för att enklare kunna uppnå dem. Givet att målsättningarna från 2015 i praktiken ligger nära varandra kan värdet av differentiering genom att definiera egna målsättningar diskuteras.

- **Bör Sjätte AP-fondens målsättning justeras eller kompletteras?** Sjätte AP-fondens uppdrag är att investera i onoterade bolag. Fonden är stängd och behöver därmed förvalta en likviditetsreserv. Givet detta kan det diskuteras om den nuvarande målsättningen som utgörs av ett börsindex med riskpåslag är en optimal målsättning för utvärdering av fondens totala portfölj. Fonden värderar de onoterade bolagen enligt principer som tar begränsad hänsyn till börsens utveckling, vilket sannolikt leder till en diskrepans mellan fondens avkastning och målsättning både under tider av uppgångar och nedgångar på börsen. Det kan därför diskuteras om fondens målsättning bör justeras eller kompletteras för att bättre spegla portföljens förutsättningar med hänsyn tagen till sammansättning och värderingsprinciper. En viktig aspekt är att utvärdering gentemot dagens målsättning behöver ske över en längre tidsperiod. En möjlig kompletterande eller alternativ målsättning skulle kunna vara att, i likhet med många andra riskkapitalinvesterare, fastställa en absolut nivå för avkastningsmålet som inte påverkas av utvecklingen på aktiemarknaderna från ett år till annat.
- **Är Första till Fjärde AP-fondens placeringsregler optimala för fondernas verksamhet framåt?** Frågan kring placeringsregler återkommer från tidigare år och i synnerhet frågan kring minimigränsen om 30% för investeringar i räntebärande papper aktualiseras av den rådande lågräntemiljön. Fonderna har idag en allokering till räntebärande papper på omkring 33% och flera av fonderna uttrycker att de befarar att de inte kommer att kunna nå sina långsiktiga avkastningsmål under de närmsta åren med en stor del av portföljen allokerad till en tillgångsklass med förväntad historiskt låg avkastning som räntor åtminstone på kort och medellång sikt. Som konstaterats i tidigare års utvärderingar skiljer sig AP-fondernas placeringsregler från många andra ledande pensionsfonder (framför allt i och med fler restriktioner på tillgångslagsnivå) och är oförändrade sedan 2001. Utvecklingen de senaste åren och den rådande lågräntemiljön aktualiserar behovet av att besluta om eventuella förändringar i placeringsregler för att ge fonderna optimala förutsättningar att skapa maximal avkastning till låg risk framåt.



## 4. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Första AP-fondens verksamhet 2014. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2014 och den totala avkastningen samt resultat från aktiv förvaltning 2001<sup>28</sup>-2014.

### FÖRSTA AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSE 2014

Första AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Fonden beslutade under 2014 om en uppdaterad förvaltningsmodell och ett nytt mål gällande från och med den 1 januari 2015. Beskrivningen nedan fokuserar på den förvaltningsmodell och det mål som varit gällande under perioden för utvärderingen. Beslutade förändringar från och med 2015 beskrivs i korthet i stycket kring nyckelhändelser 2014.

Fram till och med 2014 använde fonden ett nominellt totalt avkastningsmål på 5,5% i genomsnitt per år efter kostnader mätt över en 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.

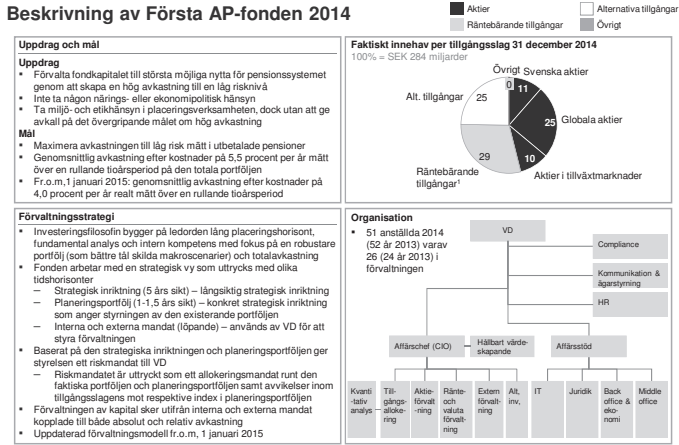
Första AP-fonden genomförde ett antal ändringar i förvaltningsorganisationen under 2014 då de nya enheterna Hållbart värdeskapande, Kvantitativ analys och Alternativa investeringar infördes. Förvaltningsorganisationen består därmed av ovan nämnda enheter, samt Tillgångsallokering, Aktieförvaltning, Ränte- och valutaförvaltning samt Extern förvaltning. Vid utgången av 2014 hade organisationen 51 anställda varav 26 inom förvaltningen. År 2013 hade fonden 52 anställda varav 24 inom förvaltningen (Bild 12).

Investeringsfilosofin i fondens förvaltningsmodell, som använts fram till och med 2014, bygger på ledorden helhetssyn, långsiktighet, uthållighet, fundamental analys och intern förvaltning (Bild 13). Förvaltningsmodellen fokuserar på absolut avkastning snarare än relativ avkastning. En av grundtankarna med fondens förvaltningsmodell är att göra förvaltningen mer dynamisk för att kunna anpassa allokeringen efter förändringar på marknaderna och på så sätt agera för att ta vara på avkastningsmöjligheter och hantera risker i syfte att uppnå en mer robust portfölj. En annan viktig grundtanke är att investera allt mer i positioner med lägre korrelation med syfte att uppnå lägre volatilitet i portföljen.

<sup>28</sup> Avser 1 juli 2001

Bild 12

Beskrivning av Första AP-fonden 2014

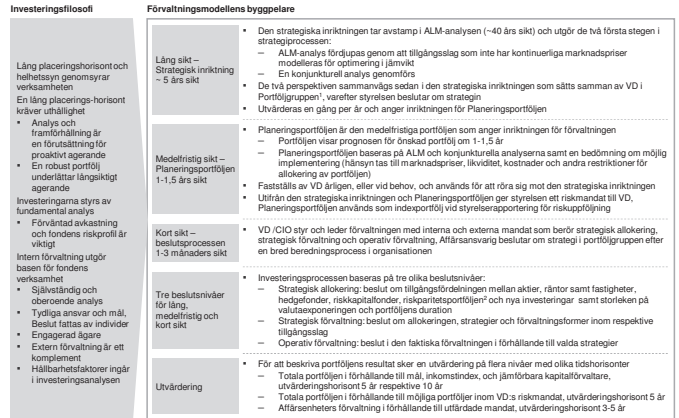


1 Inklusive kassa, TAA och SAA. Riskkapitelportföljen innehåller 53% råtebärande papper, vilket gör att den totala råteexponeringen uppgår till 31,3%. Fonden redovisar 30,9% vilket är den del av råteportföljen som faller under internett själva obligationer

KÄLLA: Första AP-fonden

Bild 13

Första AP-fondens förvaltningsmodell 2014

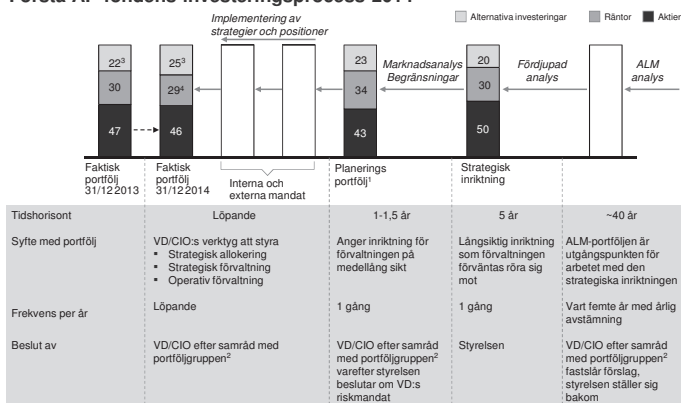


1 Portföljgruppen består av CIO samt chefen för Strategisk tillgångsallokering samt förvaltningsansvariga  
2 En riskparitetsportfölj är en portfölj där varje portföljkomponent bidrar med lika mycket risk till portföljens totala risk

KÄLLA: Första AP-fonden

Bild 14

**Första AP-fondens investeringsprocess 2014**



1 Planeringsportfölj som tillade i kraft den 31/12 2012  
 2 CIO och chefen för Strategisk tillgångsallokering samt förvaltningsansvariga  
 3 Alternativa investeringar (~20%) bestod av fastigheter, hedgefonder och private equity (~20%), riskparhetsportföljen (~4%) och försäkringskassan (~0%) den 31 december 2014  
 4 Inskrivna kassa, TAA och SAA. Riskparhetsportföljen innehåller 53 % räntebärande papper, vilket gör att den totala räntesporeringen uppgår till 31,3%. Fondens medelvar 30,9% vilket är den del av ränteportföljen som faller under kriteriet säkra obligationer

KÄLLA: Första AP-fonden

Fondens förvaltningsmodell består av tre delar (Bild 14). Förvaltningsmodellen utgår från fondens Strategiska inriktning som sätts på 5 års sikt och som väger samman fondens långsiktiga ALM-analys<sup>29</sup> och en konjunkturell analys. Baserat på den Strategiska inriktningen tar fonden fram en Planeringsportfölj. Planeringsportföljen är fondens medelfristiga portfölj och anger inriktningen för förvaltningen på 1 till 1,5 år sikt i syfte att röra portföljallokeringen mot den strategiska inriktningen. Planeringsportföljen fastställs årligen (eller vid behov) av VD/CIO efter samråd med Portföljgruppen och baseras på fondens investeringsfilosofi samt en bedömning om möjlig implementering där hänsyn tas till marknadspriser, likviditet, kostnader och andra restriktioner för allokering av portföljen.

Utifrån den Strategiska inriktningen och Planeringsportföljen ger styrelsen ett riskmandat<sup>30</sup> till VD/CIO och Planeringsportföljen används som indexportfölj vid styrelserapportering för riskuppföljning. Det tredje steget i fondens förvaltningsmodell är beslutsprocessen där fondens CIO och chefen för Strategisk tillgångsallokering var för sig

<sup>29</sup> Asset Liability Modelling-analys: handlar om att hitta den kombination av finansiella tillgångar som bäst matchar de pensionsutbetalningar fonden kommer behöva göra över tid. Analyshorisonten är därför mycket lång, upp till 40 år.

<sup>30</sup> Riskmandatet är uttryckt som bandbredd mellan tillgångsslagen, statistiska riskmått för respektive tillgångsslag (prognostiserad tracking error för aktier och räntor, VaR för valuta) och strategiska inriktningar inom tillgångsslaget alternativa investeringar

inom ramen för VD:s mandat styr och leder den strategiska allokering och förvaltningen med interna och externa mandat i tre nivåer: 1) strategisk allokering genom beslut om tillgångsfördelningen mellan aktier, räntebärande tillgångar och alternativa tillgångar<sup>31</sup> samt storleken på valutaexponeringen och ränteportföljens duration, 2) strategisk förvaltning genom beslut om allokeringen, strategier och förvaltningsformer inom respektive tillgångsslag och 3) operativ förvaltning genom beslut i den faktiska förvaltningen i förhållande till valda strategier. Chefen för Strategisk tillgångsallokering och CIO fattar sina respektive beslut om allokering mellan strategier, medan affärsansvariga för enheterna i förvaltningsorganisationen beslutar om investeringsstrategierna i Portföljgruppen efter en beredningsprocess i organisationen.

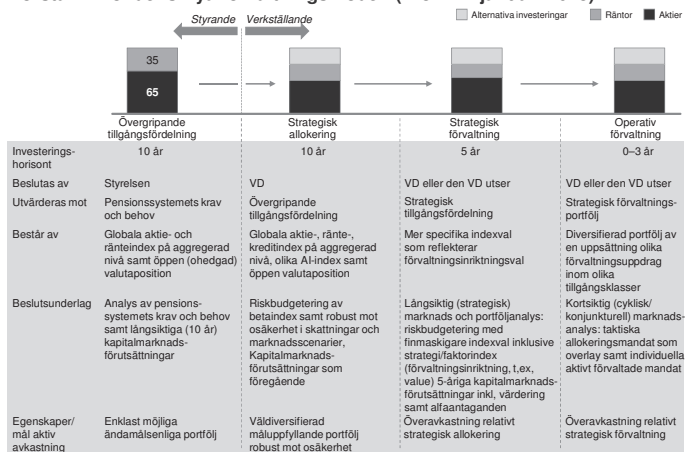
Förutom den ovan beskrivna organisationsförändringen, genomförde Första AP-fonden följande viktiga förändringar under 2014:

- Fonden beslutade om, utvecklade och förberedde implementering av en uppdaterad förvaltningsmodell från och med den 1 januari 2015, bland annat med ökad risk med en övergripande tillgångsfördelning om 65% aktier och 35% räntor (från 60% aktier respektive 40% räntor) (Bild 15). Denna riskprofil har efter en förnyad uppdragstolkning av fonden bedömts bättre möta uppdraget och pensionssystemets behov. Dessutom anses den ha bättre koppling till pensionssystemets utfästelser och behov, vilka är kopplade till den reala genomsnittliga löneutvecklingen.
- Fonden beslutade även om 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 en tioårsperiod. Övergången till ett reallt mål ligger i linje med övriga fonder.
- Fonden har fortsatt fokusera på integration av hållbarhetsfrågor i investeringsverksamheten. Till exempel skapades en ny enhet i förvaltningsorganisationen med fokus på hållbarhetsanalys och för att stötta investeringsorganisationen i integration av hållbarhetsaspekter i investeringsanalysen. Dessutom har fonden utvecklat en mer omfattande riskhanteringsplan med tydligare processer och beslutsstrukturer.
- Fonden fortsatte öka allokeringen till alternativa tillgångar från 22% till 25%, främst drivet av PE (från 3% till 4%) och hedgefonder (från 5% till 6%).

<sup>31</sup> Fastigheter, PE, hedgefonder, riskparitetsportföljen och nya investeringar

Bild 15

**Första AP-fondens nya förvaltningsmodell (fr.o.m. 1 januari 2015)**



KÄLLA: Första AP-fonden

**FÖRSTA AP-FONDENS RESULTAT 2001<sup>32</sup>-2014**

Fondens totala kapital ökade 2001-2014 från SEK 130 miljarder till SEK 284 miljarder. Fondens årliga avkastning efter kostnader var 5,7% under perioden 2001-2014, 6,8% under tioårsperioden 2005-2014, 8,9% under femårsperioden 2010-2014 samt 14,6% under 2014 (Bild 16). Detta innebär att Första AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsmål under den senaste tioårsperioden 2005-2014, femårsperioden 2010-2014 samt under hela perioden sedan fondens start, 2001-2014. Fondens avkastning efter kostnader har även varit högre än inkomstindex under samtliga perioder.

Till fondens totala avkastning 2014 på 14,6% bidrog fondens startportfölj vid årets början med en avkastning på 9,7 procentenheter, strategisk allokering med -0,4 procentenheter, strategisk förvaltning med -0,3 procentenheter och operativ förvaltning med 5,7 procentenheter (samt kostnader med -0,2 procentenheter)<sup>33</sup>. Startportföljen utgår från vad avkastningen hade varit om fonden hade haft samma allokering under hela 2014 som den 31 december 2013. Avkastningen från startportföljen är teoretisk eftersom den inte inkluderar de rebalanseringskostnader som skulle krävas för att behålla portföljens vikter i olika tillgångsslag under året när omvärderingar sker i portföljen till följd av

<sup>32</sup> Avser 1 juli 2001

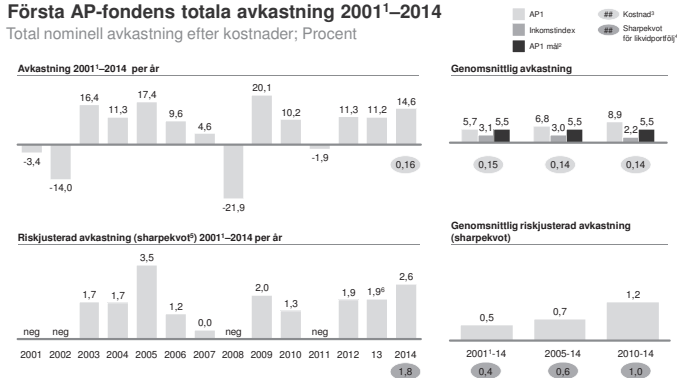
<sup>33</sup> Nedbrytning av avkastningen är redovisade värden och adderar inte exakt ihop till avkastningen beroende på avrundningar samt eventuella periodiseringseffekter

marknadsutvecklingen. En nedbrytning av fondens totala avkastning 2014 avseende tillgångslag ger att svenska aktier bidrog med en avkastning på 1,4 procentenheter, aktier i andra utvecklade länder 2,4 procentenheter, aktier i tillväxtmarknader 1,7 procentenheter, räntor 1,1 procentenheter, alternativa investeringar 2,5 procentenheter samt allokering, kassa och valuta 5,6 procentenheter (samt kostnader med -0,2 procentenheter)<sup>34</sup>.

Bild 16

### Första AP-fondens totala avkastning 2001–2014

Total nominell avkastning efter kostnader; Procent



1 1 juli 2001 till 30 juni 2014 (14 år) genomsnittlig årlig nominell avkastning på 5,5% efter kostnader, mätt över rullande tioårsperiod  
 2 Första AP-fondens målsättning är att nå en genomsnittlig årlig nominell avkastning på 5,5% efter kostnader, mätt över rullande tioårsperiod  
 3 Provisions- och rörelsekostnader som andel av genomsnittet av årets ingående och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)  
 4 Landportföljen inkluderar noterade tillgångslag inkl. aktier, derivatbaserade tillgångar, samt kassa  
 5 Sharpekvot för den totala portföljen, inklusive noterade samt onoterade tillgångar. Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel 2001-10 och 2-årig svensk statsobligation 2011-13. 1-årig not på svenska statens-kurvan (VCGT02E1) från 2013-12-31 till år 2014 för samt antagande om 260 handelsdagar  
 6 Beskärade sharpekvoter avviker från redovisade värden på 2,1 för totalportföljen då fonden använt en annan metod  
 Not: Sharpekvoten definieras som rispremien (fondens avkastning minus den riskfria räntan) dividerat med fondens risk (måls 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 2001-2014, 0,7 under tioårsperioden 2005-2014, 1,2 under femårsperioden 2010-2014 samt 2,6 under 2014.

Fondens totala årliga kostnader under perioden 2001-2014 uppgick till i genomsnitt 0,15% av fondens kapital. Fondens kostnader 2014 uppgick till 0,16% av fondens kapital, vilket är vilket är 0,02 procentenheter högre än 0,14% år 2013. Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar<sup>35</sup>.

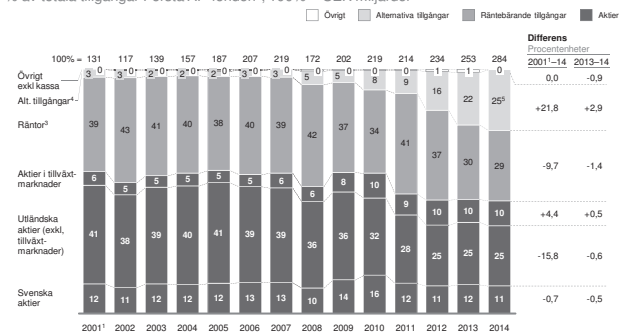
<sup>34</sup> Nedbrytning av avkastningen är redovisade värden och adderar inte exakt ihop till avkastningen beroende på avrundningar samt eventuella periodiseringseffekter  
<sup>35</sup> En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden (allt annat lika)

Första AP-fonden har under perioden 2001-2014 i sin faktiska portfölj främst ökat andelen alternativa tillgångar och aktier i tillväxtmarknader och samtidigt minskat andelen utländska aktier utanför tillväxtmarknader samt räntebärande tillgångar (Bild 17). 2014 års förändringar i portföljen bidrog fortsatt till den här utvecklingen då fonden under året ökade sin allokering till alternativa tillgångar med 3 procentenheter vilket var den enskilt största förändringen under året.

Bild 17

### Första AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001<sup>1</sup>-2014

% av totala tillgångar Första AP-fonden<sup>2</sup>; 100% = SEK miljarder



1 1 juli 2001. 2 Den faktiska allokeringen den 31 december varje år.  
3 Inklusive kassa, TAA och SAA. Riskparhetsportföljen innehåller 53 % räntebärande papper, vilket gör att den totala räntesponningen uppgår till 31,3%. Fonden redovisar 30,9% vilket är den del av räntesportföljen som ligger under internen sidos räkning.  
4 Alternativa tillgångar inkluderar bland annat investeringar i hedgefonder, fastigheter, PE och riskparhetsportfölj. Riskparhetsportföljen infördes under 2013. En riskparhetsportfölj är en portfölj där varje portföljkomponent bidrar med lika mycket risk till portföljens totala risk.  
5 Alternativa tillgångar (-25%) bestod av fastigheter (-9%), hedgefonder (-6%) och private equity (-4%) samt riskparhetsportföljen (-4%) den 31 december 2014.

KÄLLA: Första AP-fonden; McKinsey-analys

### FÖRSTA AP-FONDENS AKTIVA AVKASTNING 2001<sup>36</sup>-2014

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).

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 2001-2014, 0,6% under tioårsperioden 2005-2014, 0,6% under femårsperioden 2010-2014, samt 0,7% (motsvarande SEK 2,1 miljarder) under 2014 (Bild 18). Under 2014 bidrog

<sup>36</sup> Avser 1 juli 2001

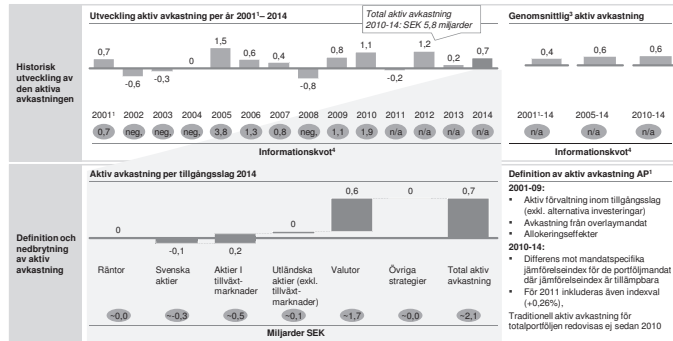
framförallt valutor (0,6 procentenheter) och aktier i tillväxtmarknader (0,2 procentenheter) till den aktiva avkastningen.

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 18

**Första AP-fondens aktiva avkastning 2001<sup>1</sup>–2014**

Årlig aktiv avkastning före kostnader; Procent<sup>2</sup>



<sup>1</sup> 1 juli 2001

<sup>2</sup> Beräknas mot livsportföljen som bas 2001-08, 2010-14 används den del av portföljen med jämförelseindex som bas

<sup>3</sup> Geometrisk snitt av den årliga aktiva avkastningen

<sup>4</sup> Årsmåttad 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 2011-14 då den ej bedöms vara jämförbar med andra AP-fonder. 2001-10 var informationskvoten 0,4

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 2014. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2014 och den totala avkastningen samt resultat från aktiv förvaltning 2001<sup>37</sup>-2014.

### ANDRA AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSE 2014

Andra AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Styrelsen har gjort ett avkastningsantagande<sup>38</sup> att fonden i genomsnitt ska uppnå en real avkastning på minst 5,0% per år på lång sikt (minst 10 år), varav 4,5 procentenheter från den strategiska portföljen och 0,5 procentenheter från aktiv avkastning.

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 2014 hade organisationen 63 anställda varav 32 inom förvaltningen. År 2013 hade fonden 59 anställda, varav 29 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>39</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 långsiktiga risktagandet. Dessa beslut särskiljs dock inte, utan är den del av ett dynamiskt förhållningssätt till den strategiska portföljen.<sup>40</sup>

<sup>37</sup> Avser 1 juli 2001

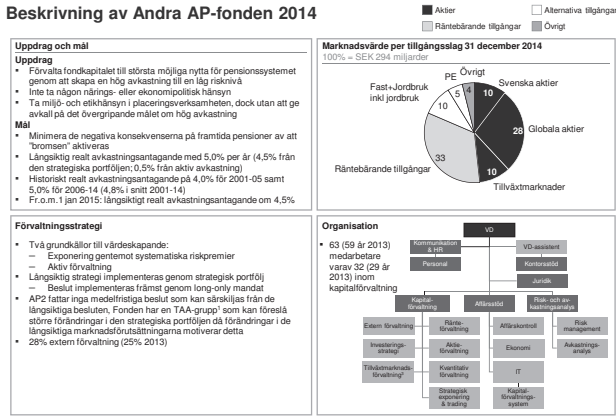
<sup>38</sup> Fonden arbetar med ett avkastningsantagande om 5% per år givet fondens mål att "minimera konsekvenserna av den automatiska balanseringen genom att skapa god avkastning på kapitalet"

<sup>39</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 tillgångslag som bäst motsvarar fondens långsiktiga åtaganden gentemot det svenska pensionskollektivet

<sup>40</sup> Fonden varierar risktagandet i den strategiska portföljen i förhållande till hur fonden bedömer de långsiktiga marknadsförutsättningarna utvecklas över tid

Bild 19

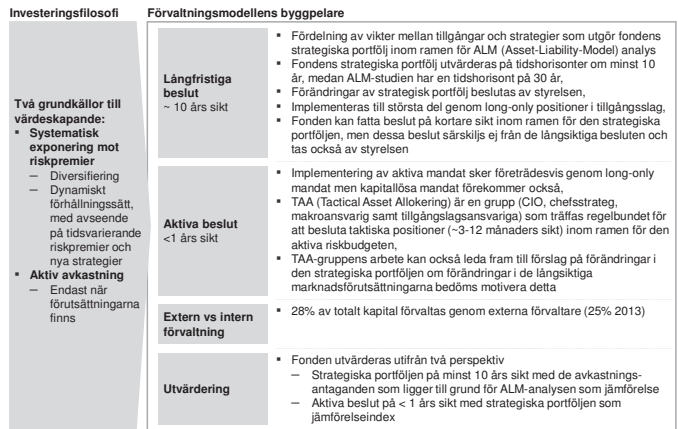
Beskrivning av Andra AP-fonden 2014



KÄLLA: Andra AP-fonden

Bild 20

Andra AP-fondens förvaltningsmodell 2014



KÄLLA: Andra AP-fonden

Fondens TAA-grupp<sup>41</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>42</sup> som saknar index.

Följande viktiga förändringar genomfördes av Andra AP-fonden under 2014:

- Fonden beslutade att förändra sitt långsiktiga avkastningsantagande från 5% till 4,5% per år till följd av lägre förväntade räntor på lång sikt, från och med den 1 januari 2015.
- Fonden fortsatte under året internaliseringen av förvaltningen (tillväxtmarknadsobligationer i hårdvaluta) och förberedde för internalisering av globala kreditobligationer (med planerat genomförande 2015).<sup>43</sup>
- Fonden rekryterade en ny förvaltare inom tillväxtmarknader (räntor) samt en hållbarhetsanalytiker.
- Under året ökade fonden även fokus på riskhantering och genomförde en omfattande kartläggning av investeringsprocessen och handlade upp ett nytt risksystem. Fonden fortsatte även att utveckla hållbarhetsstrategin. Till exempel sålde fonden sina innehav i ett antal fossilbolag (12 kolbolag och 8 olje- och gasbolag), genomförde en mätning av portföljens koldioxidutsläpp, samt ökade investeringarna i gröna obligationer och gjorde fondens första investeringar i sociala obligationer.
- Fonden ökade den faktiska allokeringen till alternativa tillgångar (från 16% till 19%), främst drivet av PE (från 4% till 5%) samt fastigheter och jordbruk (från 9% till 10%). Samtidigt minskade fonden den faktiska allokeringen till utländska aktier inklusive tillväxtmarknader (från 39% till 38%), drivet av en minskad allokering till aktier i mogna marknader.<sup>44</sup>

<sup>41</sup> Från och med 2010 består TAA-gruppen av CIO, chefsstrateg, makroansvarig samt tillgångslagsansvariga

<sup>42</sup> Mandat som baseras på handel utan kapitalinsats, till exempel med derivatkontrakt eller finansiering av värdepappersköp genom belåning

<sup>43</sup> Andelen extern förvaltning ökade dock totalt sett under 2014 (från 25% till 28%), drivet av ökad allokering till ett antal externt förvaltningslag, till exempel alternativa riskpremier, kinesiska A-aktier och alternativa krediter

<sup>44</sup> I den strategiska portföljen ökade allokeringen till alternativa tillgångar (från 17% till 19%) och aktier i tillväxtmarknader (från 9% till 11%), medan allokeringen till utländska aktier i mogna marknader minskade (från 29% till 26%)

### ANDRA AP-FONDENS RESULTAT 2001<sup>45</sup>-2014

Fondens totala kapital ökade 2001-2014 från SEK 130 miljarder till SEK 294 miljarder. Fondens årliga avkastning efter kostnader var 6,0% under perioden 2001-2014, 7,1% under tioårsperioden 2005-2014, 9,4% under femårsperioden 2010-2014 samt 13,1% under 2014 (Bild 21). Detta innebär att Andra AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsantagande under den senaste tioårsperioden samt under den senaste femårsperioden, men inte under hela perioden sedan fondens start, 2001-2014. Fondens avkastning efter kostnader har varit högre än inkomstindex under samtliga perioder.

Till fondens totala avkastning 2014 på 13,1% bidrog svenska aktier med en avkastning på 1,8 procentenheter, utländska aktier 9,9 procentenheter, räntebärande tillgångar - 4,7 procentenheter, GTAA, overlay-mandat och hedge -5,2 procentenheter samt alternativa investeringar 2,1 procentenheter (samt kostnader -0,2 procentenheter)<sup>46</sup>.

Totalportföljens genomsnittliga årliga riskjusterade avkastning, mätt med en så kallad Sharpekvot, var 0,5 under perioden 2001-2014, 0,6 under tioårsperioden 2005-2014, 1,3 under femårsperioden 2010-2014 samt 2,5 under 2014.

Fondens totala årliga kostnader under perioden 2001-2014 uppgick till i genomsnitt 0,18% av fondens kapital. Fondens kostnader 2014 uppgick till 0,17% av fondens kapital, i linje med fondens kostnader 2013 (0,17%). Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar<sup>47</sup>.

Andra AP-fonden har under perioden 2001-2014 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). Under 2014 ökade fonden den faktiska allokeringen till alternativa tillgångar med 3 procentenheter, och minskade allokeringen till utländska aktier i mogna marknader med nära 3 procentenheter.

<sup>45</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>46</sup> Nedbrytning av avkastningen är redovisade värden och adderar inte exakt ihop till avkastningen beroende på avrundningar samt eventuella periodiseringseffekter

<sup>47</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)



#### **ANDRA AP-FONDENS AKTIVA AVKASTNING 2001<sup>48</sup>-2014**

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>49</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 2001-2014, 0,2% under tioårsperioden 2005-2014, 0,6% under femårsperioden 2010-2014, samt 0,5% (motsvarande SEK 1,1 miljarder) under 2014 (Bild 23). Detta innebär att fonden nådde sitt mål för aktiv avkastning på 0,5% under 2014, samt för femårsperioden 2010-2014 men inte för tioårsperioden 2005-2014 eller för perioden sedan start 2001-2014. Under 2014 bidrog framför allt utländska aktier (0,4 procentenheter), kapitallösa mandat (0,2 procentenheter) och svenska aktier (0,2 procentenheter) till den aktiva avkastningen.

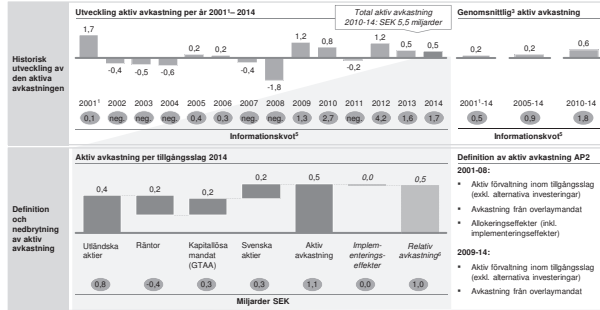
<sup>48</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>49</sup> Från och med 2009 särredovisas implementeringseffekter och fondens strategiska portfölj har rörliga vikter, vilket gör att oönskade allokeringseffekter ej uppstår

Bild 23

**Andra AP-fondens aktiva avkastning 2001<sup>1</sup>–2014**

Årlig aktiv avkastning före kostnader; Procent<sup>2</sup>



1 1 juli 2001  
 2 Beräknat mot livsdepotdelen som bas  
 3 Geometriskt snitt av den årliga aktiva avkastningen  
 4 Från 2009 och framåt redovisas 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. Annualiserad informationskvot baserat på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar  
 6 Fonden redovisar relativ avkastning, beräknad som den aktiva avkastning från förvaltningen justerat för implementeringseffekter, vilket inkluderar effekter från avvikelser mot den strategiska portföljen, avvikelser i allokering mellan olika index inom tillgångsgrupp, 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 2014. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2014 och den totala avkastningen samt resultat från aktiv förvaltning 2001<sup>50</sup>-2014.

### TREDJE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2014

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. Inom ramen för detta mål ska absolutavkastande strategier (alfa-förvaltning) generera SEK 700 miljoner per år (med VaR<sup>51</sup> på SEK 100-150 miljoner) och målet för beta-förvaltningen är att den ska vara kostnadseffektiv. VD har operationaliserat målet för betaförvaltningen genom att förvaltningen ska ge en överavkastning på 0,05 procentenheter över jämförelseindex. Fondens utvärderingshorisont för alfa- och betaförvaltningen är 3 år.

Vid utgången av 2014 hade organisationen 57 anställda varav 31 inom förvaltningen. År 2013 hade fonden 53 anställda varav 30 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>52</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

<sup>50</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>51</sup> Value at Risk (VaR), är ett riskmått som med en bestämd (vanligen 95% eller 99%) sannolikhet anger en portföljs maximala förlust under en specifik tidsperiod.

<sup>52</sup> Dynamic Asset Allocation



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.

Bild 24

**Beskrivning av Tredje AP-fonden 2014**

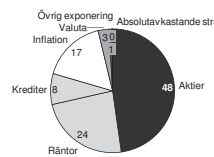
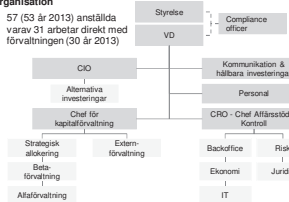
<p><b>Uppdrag och mål</b> <b>Uppdrag</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Förvalta fondkapitalet till största möjliga nytta för pensionssystemet genom att skapa en hög avkastning till en låg risknivå</li> <li>Inte ta någon närings- eller ekonomipolitisk hänsyn</li> <li>Ta miljö- och etikhänsyn 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             <ul style="list-style-type: none"> <li>Absolutavkastande strategier ska generera SEK 700 miljoner per år mått över en rullande treårsperiod (VaR 100-150 miljoner)</li> <li>Betaförvaltningen ska vara kostnadseffektiv (VD har satt ett mål på 5 punkter över jämförelseindex, 3 månaders tracking error är 0,1-0,3%)</li> </ul> </li> </ul>	<p><b>Marknadsvärde per riskklass 31 december 2014<sup>2</sup></b> 100% = SEK 288 miljarder</p>  <table border="1"> <caption>Marknadsvärde per riskklass 31 december 2014<sup>2</sup></caption> <thead> <tr> <th>Riskklass</th> <th>Procent</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Aktier</td> <td>48</td> </tr> <tr> <td>Räntor</td> <td>24</td> </tr> <tr> <td>Övrig exponering</td> <td>17</td> </tr> <tr> <td>Valuta</td> <td>3</td> </tr> <tr> <td>Inflation</td> <td>1</td> </tr> <tr> <td>Absolutavkastande strategier</td> <td>1</td> </tr> </tbody> </table>	Riskklass	Procent	Aktier	48	Räntor	24	Övrig exponering	17	Valuta	3	Inflation	1	Absolutavkastande strategier	1
Riskklass	Procent														
Aktier	48														
Räntor	24														
Övrig exponering	17														
Valuta	3														
Inflation	1														
Absolutavkastande strategier	1														
<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 medelfristiga relativa avvikelser</li> <li>Totalportföljens förväntade avkastning och risk anpassas dynamiskt till det övergripande avkastningsmålet, utifrån både långsiktiga och medelfristiga prognoser</li> <li>Ökade till riskklasser i stället för tillgångsklasser</li> <li>Investering i absolutavkastande strategier helt separerad från beta-risk genom investering i kapitallösa mandat i overlay-strukturer</li> <li>54% (57% 2013) av kapitalet i externa beta-portföljen förvaltas semi-passiv<sup>1</sup>, i övrigt förvaltas beta-portföljen passivt</li> <li>25% (28% 2013) extern förvaltning av beta-portföljen</li> <li>Av fondens aktiva och kapitallösa mandat (alfa) har externa förvaltare stått för 49% (53% 2013) av den aktiva risken</li> </ul>	<p><b>Organisation</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>57 (53 år 2013) anställda varav 31 arbetar direkt med förvaltningen (30 år 2013)</li> </ul>  <pre> graph TD     Styrning[Styrning] --- VD[VD]     VD --- Compliance[Compliance officer]     VD --- CIO[CIO]     VD --- Kom[ Kommunikation &amp; hållbara investeringar ]     CIO --- Alt[Alternativa investeringar]     CIO --- Kap[ Chef för kapitalförvaltning ]     Kom --- Pers[Personal]     Kom --- CRO[ CRO - Chef Affärsstöd &amp; Kontroll ]     Kap --- Strat[ Strategisk allokering ]     Kap --- Beta[ Beta-förvaltning ]     Kap --- Alfa[ Alfaförvaltning ]     Kap --- Ext[ Extern förvaltning ]     CRO --- Back[ Backoffice ]     CRO --- Risk[ Risk ]     CRO --- Ekon[ Ekonomi ]     CRO --- Jurid[ Juridik ]     CRO --- IT[ IT ]     </pre>														
<p><sup>1</sup> Enhanced beta (förvaltningsstil som med små avvikelser från index (liten aktiv risk) försöker överträffa index-avkastning)  <sup>2</sup> Summerat till 101% på grund av avrundning (valuta 2,6%; övrig exponering 0,6%)          KÄLLA: Tredje AP-fonden</p>															

Bild 25

**Tredje AP-fondens förvaltningsmodell 2014**

**Förvaltningsmodellens byggpelare**

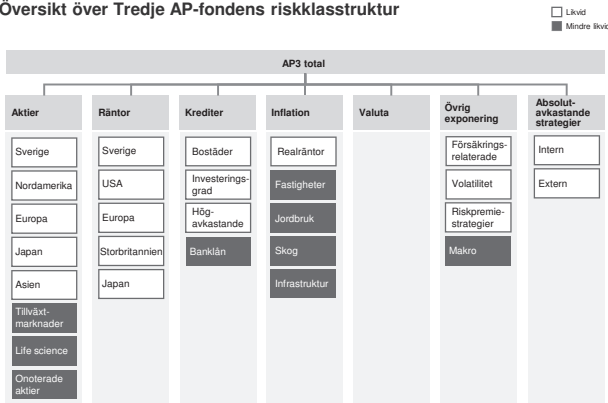
<p><b>Investeringsfilosofi</b></p> <p><b>Risiktagande</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Risiktagande på de finansiella marknaderna ger över tid en positiv avkastning</li> </ul> <p><b>Prognosförmåga</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Med hjälp av strukturerad analys kan avkastning 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>Långfristiga beslut (beta)</b></p> <p>&gt;5 års sikt</p> <p><b>Medelfristiga beslut</b></p> <p>1-5 års sikt</p> <p><b>Aktiv (alfa) förvaltning</b></p> <p>(&lt;1 år)</p> <p><b>Extern vs. intern förvaltning</b></p> <p><b>Utvärdering</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dynamisk allokeringsprocess (DAA) som inkluderar både lång- och medelfristiga 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 medelfristiga prognoser baserade på makroekonomisk analys samt marknadens värdering och riskkapital/sentiment</li> <li>VD ges mandat att implementera och förvalta portföljens risk inom av styrelsen givet mandat uttryckt i exponeringsintervall per riskklass</li> <li>Tre sätt att genomföra både långsiktiga och medelfristiga beslut beroende på vad som bedöms som mest effektivt             <ul style="list-style-type: none"> <li>Placering i faktiska tillgångar inom betaförvaltningen (påverkar även betaförvaltningens jämförelsesindex) 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> <li>Investering i absolutavkastande strategier helt separerad från beta-risk genom investering i kapitallösa mandat i overlay-strukturer</li> <li>54% (57% 2013) av kapitalet i externa beta-portföljen förvaltas semi-passivt<sup>1</sup></li> <li>25% extern förvaltning av betaportföljen (28% 2013)</li> <li>Av fondens aktiva och kapitallösa mandat (alfa) har externa förvaltare stått för 49% av den aktiva risken (53% 2013)</li> <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 lags 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 statistik portfölj över en konjunkturcykel</li> <li>Intern kvantitativ utvärdering av allokeringsbeslut</li> </ul> </li> </ul>
--	--	---

1 Enhanced beta (förvaltningsstil) som med små avvikelser från index (liten aktiv risk) försöker övertroffa index-avkastning

KÄLLA: Tredje AP-fonden

Bild 26

**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 54% av kapitalet i

den externa betaportföljen semipassivt<sup>53</sup> (57% 2013). Vidare förvaltas 25% av beta-portföljen externt (28% 2013). För fondens aktiva och kapitallösa mandat (alfa-mandat) stod externa förvaltare 2014 för 49% av den aktiva risken (53% 2013).

Följande viktiga förändringar genomfördes av Tredje AP-fonden under 2014:

- Enheten Alternativa investeringar flyttades och inordnades direkt under CIO.
- Fonden fortsatte sin satsning på en europeisk large cap-portfölj med 40-60 aktier.
- Fonden förberedde även ökade investeringar i europeisk infrastruktur.
- Fonden fokuserade fortsatt på integration av hållbarhetsfrågor i verksamheten, till exempel genom utbildning, implementering av verktyg, tydligare resursallokering, mätning av aktieportföljens koldioxidavtryck och publicering av en separat hållbarhetsrapport.
- Fonden ökade allokeringen till riskklassen räntor från 14% till 24% och minskade allokeringen till riskklassen aktier från 54% till 48%, med det primära syftet att sänka exponeringen mot riskklassen aktier. Samtidigt ökade fonden valutaexponeringen från 20% till 24% av totalportföljen.

#### **TREDJE AP-FONDENS RESULTAT 2001<sup>54</sup>-2014**

Fondens totala kapital ökade 2001-2014 från SEK 132 miljarder till SEK 288 miljarder. Fondens årliga avkastning efter kostnader var 5,8% under perioden 2001-2014, 6,8% under tioårsperioden 2005-2014, 8,8% under femårsperioden 2010-2014 samt 13,7% under 2014 (Bild 27). Detta innebär att Tredje AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsantagande under den senaste tioårsperioden 2005-2014, femårsperioden 2010-2014 samt under hela perioden sedan fondens start, 2001-2014. Fondens avkastning efter kostnader har varit högre än inkomstindex under samtliga nämnda tidsperioder.

Till fondens totala avkastning 2014 på 13,7% bidrog fondens investeringar i de olika riskklasserna med följande avkastning: aktier 4,8 procentenheter, räntor 2,2 procentenheter, krediter 0,5 procentenheter, inflation 1,6 procentenheter, valuta 4,3 procentenheter, övrig exponering 0,2 procentenheter och absolutavkastande strategier 0,2 procentenheter (samt kostnader -0,1 procentenheter)<sup>55</sup>.

Totalportföljens genomsnittliga årliga riskjusterade avkastning, mätt med en så kallad Sharpekvot, var 0,5 under perioden 2001-2014, 0,7 under tioårsperioden 2005-2014, 1,2 under femårsperioden 2010-2014 samt 2,8 under 2014.

<sup>53</sup> Förvaltning som försöker överträffa index med liten aktiv risk (små avvikelser från index)

<sup>54</sup> Avser 1 juli 2001

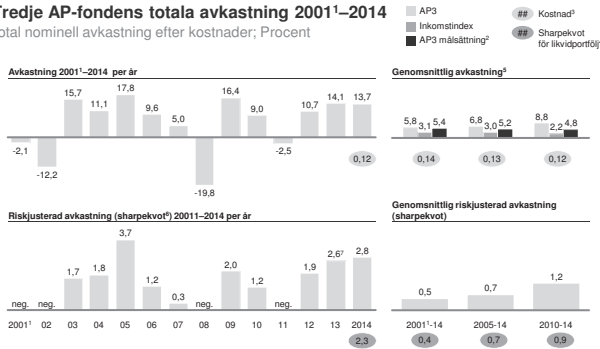
<sup>55</sup> Nedbrytning av avkastningen är redovisade värden och adderar inte exakt ihop till avkastningen beroende på avrundningar samt eventuella periodiseringseffekter

Fondens totala årliga kostnader under perioden 2001-2014 uppgick till i genomsnitt 0,14% av fondens kapital. Fondens kostnader 2014 uppgick till 0,12% av fondens kapital, vilket är något lägre än fondens kostnader 2013 (0,13%). Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar<sup>56</sup>.

Bild 27

**Tredje AP-fondens totala avkastning 2001–2014**

Total nominell avkastning efter kostnader; Procent



<sup>1</sup> 1 juli 2001, <sup>2</sup> Målsättning på 4,0% i real avkastning. Den genomsnittliga årliga inflationen under 2001-14 har varit -1,2% baserat på inflationsstatistik från SCB  
<sup>3</sup> Provisions- och rörelsekostnad som andel av genomsnittet av årets ingående och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)  
<sup>4</sup> Likvidportföljen exkluderar investeringar i noterade aktier, fastigheter, produkter, skog, infrastruktur, konvertibler, övergångs- och strukturer samt mikro  
<sup>5</sup> Nominell avkastning sedan fondens start (2001-2014), senaste tio åren (2005-2014) samt senaste fem åren (2010-2014)  
<sup>6</sup> Sharpekvot för den totala portföljen, inklusive ränterisk samt orenterade tillgångar. Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldskuld 2001-10 och  
<sup>7</sup> 2 årig svensk statsobligation 2011-13. I årssned på svenska statens kurvan (VCGT002) från 2013-12-31 till 2014 för samt antagande om 260 handelsdagar  
<sup>8</sup> Baslinjärd sharpekvot aviker från referensvärdet på 2,8 för tillgångstypen då fonden använder en annan ränteräta

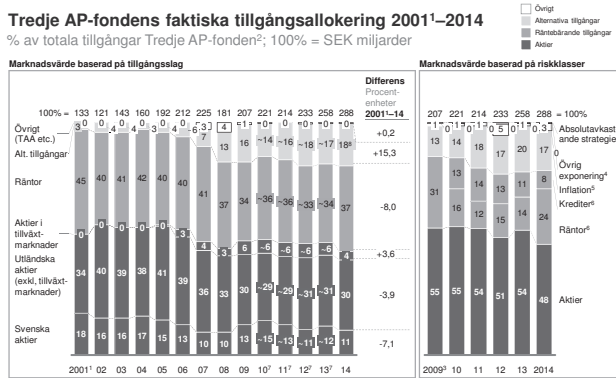
KÄLLA: Tredje AP-fonden; Riksbanken; SCB; McKinsey-analys

<sup>56</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 28

**Tredje AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001<sup>1</sup>–2014**

% av totala tillgångar Tredje AP-fonden<sup>2</sup>; 100% = SEK miljarder



<sup>1</sup> 1 juli 2001; <sup>2</sup> 2010 skedde en övergång från tillgångsallokering till allokering enligt riskklass; <sup>3</sup> Allokering baserat på riskklass enligt 2010 års förvaltningsmodell  
<sup>4</sup> från övrig exponering till upparbetade resultat från valutaexponering, indexdrivade tillgångar, konverbler, divergerande och makrostrategier; <sup>5</sup> Inflation utgörs av realtillgångsallokering samt investeringar i skog, jordbruk, infrastruktur och fastigheter; <sup>6</sup> Uppdelningen mellan räntor och krediter fastställdes under 2010; Krediter består huvudsakligen av bostads- och företagsobligationer. För 2009 redovisades därför den sammantagna allokeringen och för 2010 och framåt visas den uppdelade; <sup>7</sup> Tillgångsallokeringen för 2010-2014 är indelad på en exakt konventionell av riskklasser till tillgångsklasser så som görs; <sup>8</sup> Alternativa investeringar (18,2%) består av fastigheter (10,7%), private equity (4,6%) samt nya strategier (3,0%) som i sin tur består av life sciences, hedge, agri, valuta och övrig exponering

KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

Tredje AP-fondens allokering till riskklasser baserat på marknadsvärde ändrades under 2014 framförallt genom att fonden ökade allokeringen till räntor med 10 procentenheter, minskade allokeringen till aktier med 6 procentenheter. Fonden minskade även allokeringen till krediter och inflation med 3 procentenheter vardera (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>57</sup>-2014**

Tredje 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 bedriver fonden inte traditionell aktiv förvaltning, utan 2010-2014 definieras aktiv avkastning som resultatet från absolutavkastande strategier och avvikelser från jämförelseindex för betaförvaltningen.

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 2001-2014, 0,4% under tioårsperioden 2005-2014, 0,4%

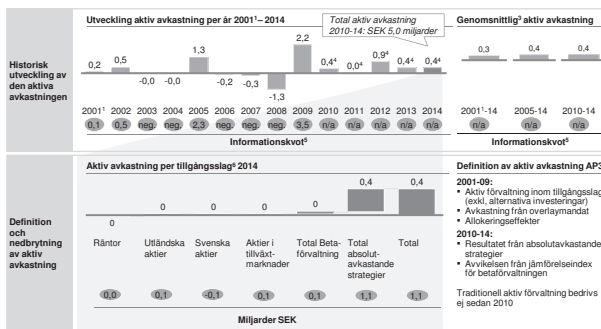
<sup>57</sup> Avser 1 juli 2001

under femårsperioden 2010-2014, samt 0,4% (motsvarande SEK 1,1 miljarder) under 2014 (Bild 29). Under 2014 utgjordes den aktiva avkastningen av absolutavkastande strategier (bidraget från beta-förvaltningen var 0,0 procentenheter). Fondens absolutavkastande strategier har under treårsperioden 2012-2014 i genomsnitt genererat en aktiv avkastning på 0,95 miljarder per år. Detta innebär att fonden uppnått sitt avkastningsmål för absolutavkastande strategier om SEK 0,7 miljarder per år mätt över en rullande treårsperiod. Den genomsnittliga överavkastningen från förvaltningen av betaportföljen har under 2012-2014 uppgått till 0,26% eller 0,43 miljarder per år och därmed överträffat fondens målsättning om 0,05% per år under den senaste treårsperioden.

Bild 29

**Tredje AP-fondens aktiva avkastning 2001–2014**

Årlig aktiv avkastning före kostnader; Procent<sup>1</sup>



<sup>1</sup> 1 juli 2001. <sup>2</sup> Beräknas mot livsöportföljen som bas. <sup>3</sup> Geometriskt snitt av den årliga aktiva avkastningen. <sup>4</sup> För 2010-2014 definieras procentuell årlig aktiv avkastning som den aktiva avkastningen (beräknat som summan av den dagliga avkastningen) i förhållande till medel av ingående och utgående balans. <sup>5</sup> Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett. Årsvärde av informationskvot baserat på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar. <sup>6</sup> Beräknas genom överavkastningen från jämförelseindex för varje tillgångsslag.

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 2014. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2014 och den totala avkastningen samt resultat från aktiv förvaltning 2001<sup>58</sup>-2014.

### **FJÄRDE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSE 2014**

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 förvaldade likvida portföljen över en rullande treårsperiod.

Vid utgången av 2014 hade fondens organisation 54 anställda varav 25 inom förvaltningen. År 2013 hade fonden 55 anställda varav 23 inom förvaltningen. Förvaltningsorganisationen är uppdelad i enheterna Svenska Aktier, Globala Aktier, Strategiska Investeringar, och Global Makro som i sig är uppdelad i Räntor, Valuta, Cross Market 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, transparens, 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>59</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>58</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>59</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 portföljanslys. 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 30

**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>Inte 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 avkastning på strategisk förvaltning om 0,75% per år över en rullande femårsperiod</li> <li>Genomsnittlig aktiv avkastning om 0,75% per år över en rullande treårsperiod</li> </ul>	<p><b>Marknadsvärde tillgångsallokering 31 december 2014</b> 100% = SEK 295 miljarder</p> <table border="1"> <caption>Marknadsvärde tillgångsallokering 31 december 2014</caption> <thead> <tr> <th>Kategori</th> <th>Procent</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Svenska aktier</td> <td>33</td> </tr> <tr> <td>Globala aktier</td> <td>34</td> </tr> <tr> <td>Räntebärande</td> <td>24</td> </tr> <tr> <td>Övrigt</td> <td>9</td> </tr> <tr> <td>Strategiskt förvaldade tillgångar</td> <td>11</td> </tr> </tbody> </table>	Kategori	Procent	Svenska aktier	33	Globala aktier	34	Räntebärande	24	Övrigt	9	Strategiskt förvaldade tillgångar	11
Kategori	Procent												
Svenska aktier	33												
Globala aktier	34												
Räntebärande	24												
Övrigt	9												
Strategiskt förvaldade tillgångar	11												
<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 Aktieländsv/Cross market</li> <li>Utgångspunkt ska vara att fonden endast ska förvalta tillgångar aktivt då det finns goda förutsättningar att skapa överavkastning</li> <li>Idag förvaltas 63% av den totala portföljen aktivt. Förutom globala aktiers alpha-förvaltning är den likvida aktiva förvaltningen intern</li> </ul> </li> <li>Avvägningen mellan intern och extern förvaltning görs med hänsyn till förväntad avkastning och kostnader, idag 31% extert</li> </ul>	<p><b>Organisation</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>54 anställda (55 år 2013) varav 25 inom förvaltningsorganisationen (23 år 2013)</li> </ul> <pre> graph TD     VD[VD] --- Juridik     VD --- Ägarstyrning     VD --- Administration     VD --- Riskkontroll     VD --- Affärschef[COO]     Affärschef --- Svenska_aktier[Svenska aktier]     Affärschef --- Globala_aktier[Globala aktier]     Affärschef --- Strategiska_investeringar[Strategiska investeringar]     Affärschef --- Global_makro[Global makro]     Svenska_aktier --- Räntor     Globala_aktier --- Valuta     Strategiska_investeringar --- Cross_market     Global_makro --- Aktiendex     </pre>												

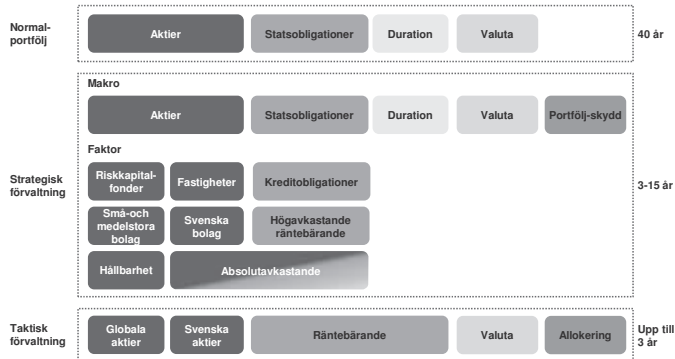
KÄLLA: Fjärde AP-fonden

36



Bild 31

Fjärde AP-fondens förvaltningsstruktur 2014



KÄLLA: Fjärde AP-fonden

Bild 32

Fjärde AP-fondens förvaltningsmodell 2014

Investeringsfilosofi	Förvaltningsmodellens bygghjulet
<p><b>AP4:s affärsfilosofi bygger på 4 hörnstenar:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Långsiktighet:</b> låt volatilitet, fokus på hållbarhet</li> <li>• <b>Transparens:</b> enkla och tydliga kriterier</li> <li>• <b>Individ före modell:</b> individen skapar resultatet</li> <li>• <b>Affärsmisslaglighet:</b> vad är bäst för pensionären?: högst avkastning till lägsta möjliga kostnad</li> </ul> <p><b>Förvaltningsbeslut i tre steg</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Tidsdivertering</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 valuta fördelningen</li> </ul> </li> <li>• Utgör jämförelseindex för den strategiska förvaltningen</li> <li>• Beslutas av styrelsen</li> </ul> <p><b>Långfristiga beslut</b>                  &gt;40 års sikt</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Strategisk förvaltning med 3-15 års sikt baserad på medelfristig marknadsanalys och portföljansly. Utpekas i strategisk makroförvaltning och strategisk faktorförvaltning.                     <ul style="list-style-type: none"> <li>– Makroförvaltningen tar aktiva positioner inom tillgångs- och valuta fördelningen såsom globala aktier, statsobligationer, duration och valutor. Sammansatt av index samt derivatpositioner.</li> <li>– Faktorförvaltningen tar aktiva positioner i tillgångs- och 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 fråga normalportföljen med 5,0% tracking error – alla strategiska förändringar rapporteras till styrelsen</li> </ul> <p><b>Strategiska beslut</b>                  3-15 års sikt</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Den taktiska förvaltningen med upp till 3 år sikt sker i likvida aktier, obligationer, derivat etc. VD (eller den VD utser) beslutar om investeringar (2,5% tracking error från den strategiska portföljen)                     <ul style="list-style-type: none"> <li>– Främsta bidraget från den taktiska förvaltningen 2014 från räntebärande</li> </ul> </li> </ul> <p><b>Taktiska beslut</b>                  Upp till 3 års sikt</p> <p><b>Aktiv vs. passiv Förvaltning</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Förvaltningen sker genom aktiva eller passiva positioner.</li> <li>• 63% av tillgångarna förvaltas aktivt (58% 2013)</li> </ul> <p><b>Extern vs. Intern förvaltning</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 31% av tillgångarna förvaltas externt (28% 2013), främst genom indexförvaltning av globala aktier</li> </ul> <p><b>Utvärdering</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <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

36

Taktisk förvaltning på upp till 3 års tidshorisont är också en viktig komponent i fondens förvaltningsmodell. Vidare förvaltas 31% av fondens kapital externt (28% 2013), 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 2014:

- Fonden anställde en ny chef för Administration.
- Fonden etablerade fokusområden för hållbara investeringar – governance och low-carbon – och bildade tillsammans med FN, Amundi och CDP ”Portfolio Decarbonization Coalition”, PDC. Initiativet syftar till att investera världen över till klimatområdet i Paris 2015 ska mäta, publicera och minska koldioxidavtrycket.
- Fonden ökade allokeringen till räntor från 32% till 34%. Fonden ökade även allokeringen till små och medelstora bolag samt till low-carbon (från omkring 5% till 10% av den globala aktieportföljen).

#### **FJÄRDE AP-FONDENS RESULTAT 2001<sup>60</sup>-2014**

Fondens totala kapital ökade 2001-2014 från SEK 132 miljarder till SEK 295 miljarder. Fondens årliga avkastning efter kostnader var 6,0% under perioden 2001-2014, 7,7% under tioårsperioden 2005-2014, 10,5% under femårsperioden 2010-2014 samt 15,6% under 2014 (Bild 33). Detta innebär att Fjärde AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsantagande under den senaste tioårsperioden 2005-2014, femårsperioden 2010-2014 samt under hela perioden sedan fondens start, 2001-2014. Fondens avkastning efter kostnader har varit högre än inkomstindex under samtliga nämnda tidsperioder.

Till fondens totala avkastning 2014 på 15,6% bidrog fondens investeringar i de olika tillgångsslagen med följande avkastning: globala aktier 7,0 procentenheter, svenska aktier 3,0 procentenheter, räntebärande tillgångar 2,6 procentenheter, valuta 4,9 procentenheter, strategiska investeringar 1,4 procentenheter och övrigt -0,1 procentenheter (samt kostnader -0,1 procentenheter)<sup>61</sup>. Normalportföljen avkastade 14,5%, den strategiska förvaltningen 0,7% och den taktiska förvaltningen 0,6%.

Totalportföljens genomsnittliga årliga riskjusterade avkastning, mätt med en så kallad Sharpekvot, var 0,5 under perioden 2001-2014, 0,7 under tioårsperioden 2005-2014, 1,2 under femårsperioden 2010-2014 samt 2,5 under 2014.

Fondens totala årliga kostnader under perioden 2001-2014 uppgick till i genomsnitt 0,12% av fondens kapital. Fondens kostnader 2014 uppgick till 0,10% av fondens kapital, vilket är något lägre än fondens kostnader 2013 (0,11%). Förvaltningskostnaderna bör

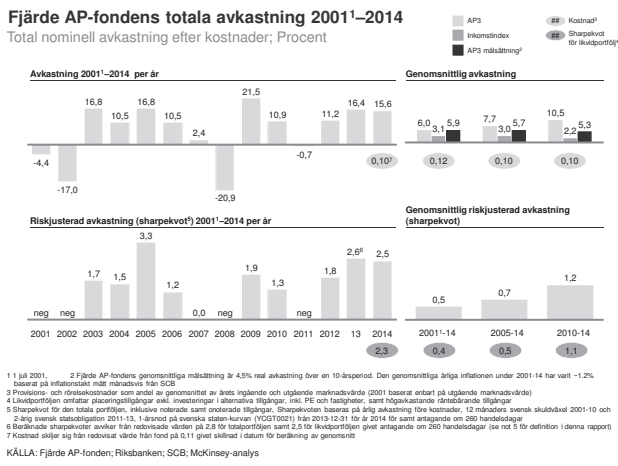
<sup>60</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>61</sup> Nedbrytning av avkastningen är redovisade värden och adderar inte exakt ihop till avkastningen beroende på avrundningar samt eventuella periodiseringseffekter

dock inte analyseras isolerat, utan sätts i relation till den avkastning som fonderna skapar<sup>62</sup>.

Fjärde AP-fonden har under perioden 2001-2014 i sin faktiska portfölj främst ökat andelen aktier i tillväxtmarknader samt i fastigheter och andra alternativa tillgångar, samtidigt som allokeringen till svenska aktier minskat (Bild 34). Under 2014 ökade allokeringen utifrån den gamla förvaltningsmodellen till räntor med 1 procentenhet och till utländska aktier utanför tillväxtmarknader med 1 procentenhet. Samtidigt minskade posten övrigt med drygt 2 procentenheter till -2% av portföljen, drivet av realiserade förluster i valutahedger (negativ post i kassan). Sett till den nya förvaltningsmodellen ökade strategiska investeringar med 2 procentenheter till 24% av totalt förvaltad kapital medan den taktiska förvaltningen utgjorde 78% av totala tillgångar (och övrigt -2%).

Bild 33

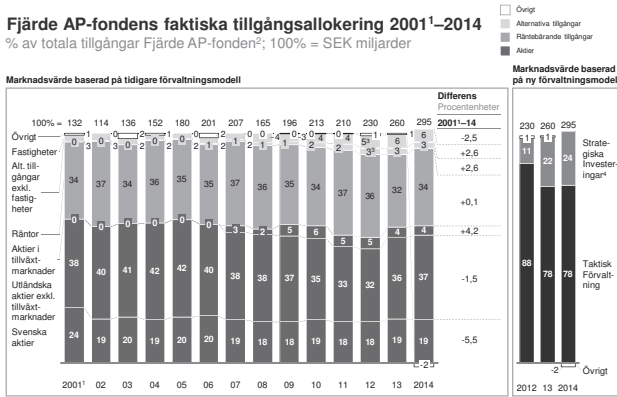


<sup>62</sup> En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden (allt annat lika)

Bild 34

**Fjärde AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001<sup>1</sup>-2014**

% 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 som 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 räntebärande

KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

**FJÄRDE AP-FONDENS AKTIVA AVKASTNING 2001<sup>63</sup>-2014**

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.

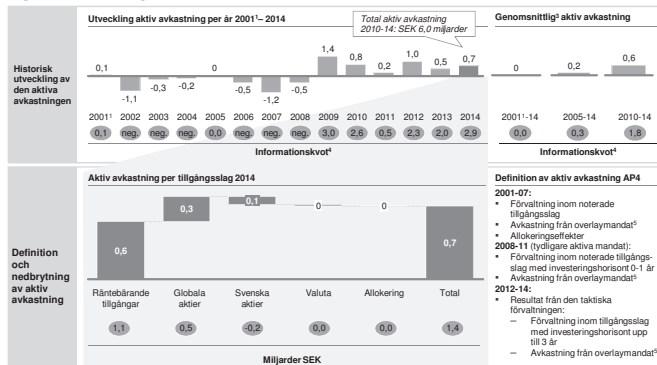
Med hänsyn till dessa förutsättningar visar en analys av Fjärde AP-fondens aktiva avkastning att fonden har haft en genomsnittlig årlig aktiv avkastning före kostnader på 0,0% av likvidportföljen under perioden 2001-2014, 0,2% under tioårsperioden 2005-2014, 0,6% under femårsperioden 2010-2014, samt 0,7% (motsvarande SEK 1,4 miljarder) under 2014 (Bild 35). Under 2014 bidrog främst räntebärande tillgångar (0,6 procentenheter) samt globala aktier (0,3 procentenheter) till den aktiva avkastningen.

67 Avser 1 juli 2001

Bild 35

### Fjärde AP-fondens aktiva avkastning 2001<sup>1</sup>–2014

Årlig aktiv avkastning före kostnader; Procent<sup>2</sup>



<sup>1</sup> 1 juli 2001

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

<sup>3</sup> Geometriskt snitt av den dagliga aktiva avkastningen

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

<sup>5</sup> 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 2014. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva förändringar i fondens organisation och strategi som genomförts under 2014 och att redovisa avkastningen från fondens totala portfölj samt de olika delarna i fondens investeringsverksamhet.

### **SJÄTTE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2014**

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>64</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>65</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>64</sup> Enligt styrelsens tolkning av lagstadgat mandat

<sup>65</sup> Sjätte AP-fondens definition på venture capital-bolag är företag som vid investeringstidpunkten har en årlig omsättning på under SEK 200 miljoner och som har negativt kassaflöde alternativt behöver tillförsel av ägar kapital 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.

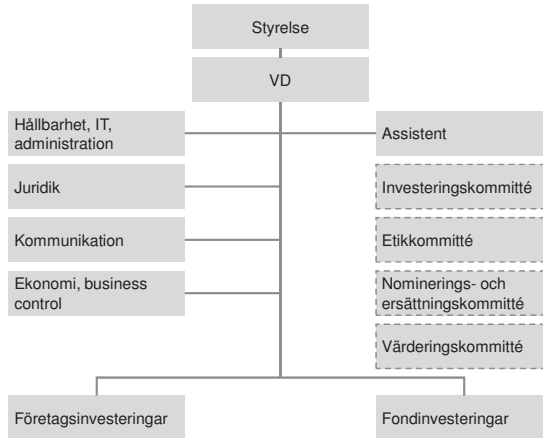
Under 2014 fortsatte det förändringsarbete som påbörjades 2011 i enlighet med den då fastslagna strategin att rikta in sig på att göra färre men större direktinvesteringar i mogna bolag som minoritetsägare tillsammans med partners och därigenom minska antalet direktägda bolag i portföljen över tid från omkring 100 till ett tjugotal bolag.

Under 2014 genomförde fonden följande viktiga förändringar:

- Fonden gjorde 5 nya företagsinvesteringar, varav 2 direktinvesteringar i Salcomp och Tobii Technology och 3 co-investeringar i Bureau van Dijk, Lindorff och Visma. Under året har även två större försäljningar genomförts (Unfors RaySafe och Holmbergs Childsafety).
- Fonden beslutade att bredda perspektivet gällande fondinvesteringar till att inkludera fonder även utanför Norden och två nya fondutfästelser gjordes till Carlyle IV och Bridgepoint Europe V.
- Under året fortsatte fonden att utveckla sitt hållbarhetsarbete, exempelvis genom rekrytering av en hållbarhetsspecialist.
- Fonden rekryterade en analytiker till fondinvesteringar (för ökad kapacitet för analys och utvärdering av nya investeringsmöjligheter) samt en investeringsansvarig till företagsinvesteringar (för utökad och breddad kompetens kring buyout-transaktioner).
- Fonden upphandlade också ett nytt affärssystem (eFront) som kan hantera både fond- och företagsinvesteringar (för implementering 2015).

Bild 36

**Organisation**



**RESULTAT FÖR SJÄTTE AP-FONDENS TOTALA PORTFÖLJ 1997-2014**

Sjätte AP-fondens kapital har vuxit från SEK 10,4 miljarder till SEK 23,6 miljarder sedan 1996 (Bild 37). Sedan starten har fonden successivt minskat andelen likvida medel förvaldade i internbanken och byggt upp en investeringsförvaltning<sup>66</sup>. Vid utgången av 2014 uppgick likviditetsförvaltningen till SEK 6,4 miljarder.

Fondens utveckling 1997-2014 motsvarar en avkastning på 4,6% per år, 2005-2014 5,4% per år samt 2010-2014 5,3% per år efter kostnader (Bild 38). Avkastningen under 2014 var 6,5% eller SEK 1,4 miljarder<sup>67</sup>. Det här innebär att fonden inte har nått upp till styrelsens nya avkastningsmål under någon av dessa tidsperioder. Det är dock värt att notera att det avkastningsmål som infördes 2012 är anpassat för den nya investeringsstrategin som beslutades 2011, vilket gör avkastningsmålet mindre relevant för perioden före 2012.

Sjätte AP-fondens uppdrag och portföljsammansättning samt att fonden är stängd försvårar en direkt jämförelse av fondens avkastning med externa benchmark.<sup>68</sup> Som referens har dock fondens avkastning under den senaste tioårsperioden 2005-2014 varit

<sup>66</sup> Inkluderar från och med 2012 även noterade småbolag

<sup>67</sup> Fondens resultat 2014 påverkas av nedskrivningar om SEK 20 miljoner (SEK 118 miljoner 2013)

<sup>68</sup> Jämförelsen försvåras då detta i praktiken innebär att Sjätte AP-fonden behöver hålla en likviditetsreserv



lägre än index för noterade svenska småbolag (MSCI Swedish Small Cap) och svenska mellanstora bolag (MSCI Swedish Mid Cap), men högre än inkomstindex.

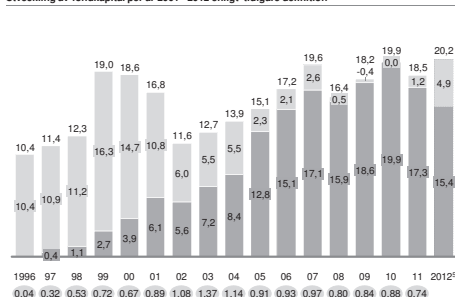
Fondens redovisade kostnader har under 2005-2014 varierat mellan SEK 120 och 180 miljoner per år. 2014 uppgick fondens totala kostnader till SEK 120 miljoner (0,5%), varav SEK 98 miljoner (samma som år 2013) utgjordes av interna förvaltningskostnader och gemensamma kostnader. Det här innebär att fondens kostnader har motsvarat 0,5-1,1% av det genomsnittliga kapitalet sedan 2005. 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 onoterade aktier direkt eller via fonder är dyrare än investeringar i noterade värdepapper. Liksom för de andra AP-fonderna bör kostnaderna sättas i relation till avkastningen.

Bild 37

### Portföljutveckling Sjätte AP-fonden 1996–2014

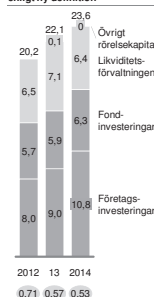
Totala tillgångar Sjätte AP-fonden<sup>1</sup>; SEK miljarder

Utveckling av fondkapital per år 2001–2012 enligt tidigare definition



x Totala kostnader som andel av genomsnittligt förvaltad kapital<sup>2</sup>  
Procent

Fondkapital 2012–2014 enligt ny definition<sup>3</sup>



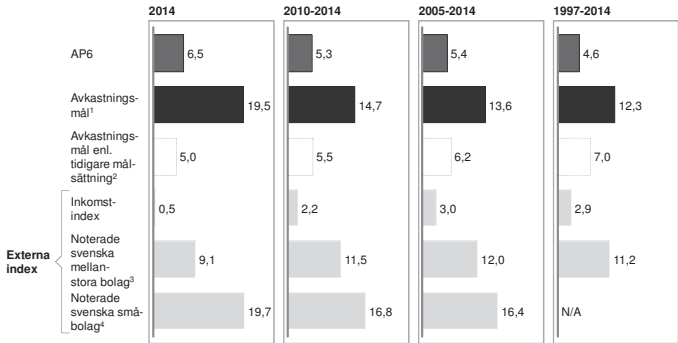
<sup>1</sup> AP6 redovisningsprinciper inom tilläggsstatet Private Equity. i) värdering görs vid årets utgång som inkluderar kvartal fyra. ii) försäkliga värderingsprinciper av direktinvesteringar i onoterade tillgångar samt kostnadsfördelning samtliga tilläggsförda kostnader (inklusive förvaltningskostnader) och därmed införd i dessa i resultatet.  
<sup>2</sup> Totala kostnader enligt definition i fondens årsredovisning; externa management fees redovisas som del i anskaffningsvärdet.  
<sup>3</sup> Enligt den nya definitionen redovisas fond- och företagsinvesteringar separat. Noterade småbolag redovisas som en del av likviditetsförvaltningen. Sedan 2014 ingår även hedge i investeringsverksamheten vilka tidigare tillhört interbanken.  
<sup>4</sup> Sedan 2003 interbanken i interbanken ingår förutom kreditförtjänning även korta tillgångar/aktiver samt eventuellt övrigt kapital som inte är klassificerat att ingå i investeringsverksamheten. För år 2014 ingår noterade småbolag 25%, räntebärande papper 72% och likvida medel 3% likviditetsportföljen.  
<sup>5</sup> Redovisas enligt tidigare definition för jämförbarhet med historisk utveckling.

KÄLLA: Sjätte AP-fonden; McKinsey-analys

Bild 38

**Resultat Sjätte AP-fondens totala portfölj**

Genomsnittlig årlig avkastning efter totala kostnader; Procent



<sup>1</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  
<sup>2</sup> Baserat på den målsättning som användes 2000-11: 4,5 % plus reporänta. Före 2003 var målet ett börsindex. Under 2014 var reporäntan 0,47%, under 2010-2014 var reporäntan 1,03%, under 2005-2014 var reporäntan 1,75% samt under 1997 var reporäntan 2,03%  
<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

**RESULTAT FÖR SJÄTTE AP-FONDENS INVESTERINGSVERKSAMHET 1997-2014**

Under perioden 2005-2014 genererade Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet en avkastning på 6,0% 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 9,7% i företagsinvesteringar och 19,7% i fondinvesteringar (totalt 13,0%) under 2005-2014, vilket är strax under det totala avkastningsmålet på 13,6% och högre än index för noterade svenska mellanstora bolag (12,0%) samt lägre än noterade svenska småbolag (16,4%). Investeringarna i

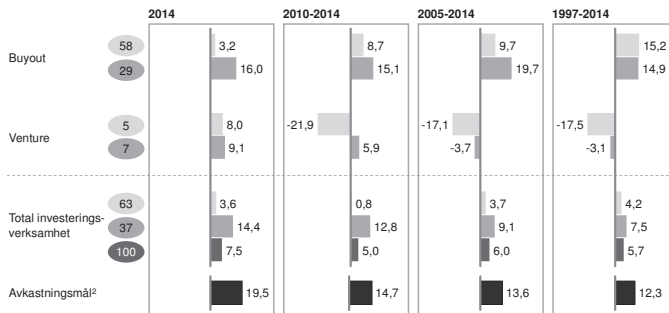
Venture Capital har påverkat resultatet för investeringsportföljen negativt under 2005-2014 och uppgick till -17,1% per år för företagsinvesteringar och till -3,7% per år för fondinvesteringar (totalt -9,9% per år) under 2005-2014 och nådde därmed inte upp till fondens avkastningsmål eller index för noterade svenska småbolag. Mönstret är detsamma för samtliga utvärderade tidsperioder, med undantag av 2014 då både företagsinvesteringar och fondinvesteringar i Venture Capital visade en positiv avkastning på 8,0% respektive 9,1%. Under samma period genererade investeringar i mogna bolag en avkastning på 3,2% i företagsinvesteringar och 16,0% i fondinvesteringar och nådde därmed inte det totala avkastningsmålet på 19,5%. Dock överträffade fondinvesteringar inom Buyout index för noterade svenska mellanstora bolag (9,1%), medan fondinvesteringar inom Venture avkastade i linje med samma index. Ingen investeringskategori överträffade index för noterade svenska småbolag (19,7%).

Bild 39

**Resultat Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet<sup>1</sup>**

IRR (efter externa kostnader); Procent

■ Företagsinvesteringar  
■ Fondinvesteringar  
■ Total fond- och företagsinvesteringar  
# Andel av den totala investeringsverksamheten 2014



<sup>1</sup> Från och med 2012 inkluderar 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 Nordic All-Share) + riskpremie om 2,5% baserat på fondens riskprofil och kassaflockering

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 2014. Utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2014 samt att redovisa fondens NAV<sup>69</sup>-avkastning och aktiva avkastning 2001-2014.

### **SJUNDE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSE 2014**

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>70</sup> har Sjunde AP-fonden på riksdagens uppdrag<sup>71</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 2014). 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>72</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>69</sup> Net Asset Value

<sup>70</sup> Flytt av kapital skedde den 21 maj och 22-23 maj var ej handelsdagar

<sup>71</sup> Till följd av en lagändring (på förslag av regeringen)

<sup>72</sup> Inkomstpensionen har därmed en låg risk

förvaltad till 96% och har som mål att överträffa jämförelseindex<sup>73</sup>. AP7 Räntefond innehåller främst svenska ränterelaterade instrument med låg kreditrisk och har normalt en genomsnittlig räntebindningstid på 2 år. Fonden är internt förvaltad 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>74</sup> När pensionsspararen blir äldre minskas risken för att ge större trygghet. Detta betyder praktiskt att alla pengar ligger i AP7 Aktiefond för pensionsspararen fram till 55 års ålder. Därefter omfördelas pengarna stegvis till AP7 Räntefond med drygt 3% per år fram till 75 års ålder. Fördelningen i AP7 Såfa från och med att spararen är 75 år är 67% AP7 Räntefond och 33% AP7 Aktiefond. Målet för AP7 Såfa är att uppnå en avkastning som överträffar genomsnittet för de privata fonderna i premiepensionssystemet.

Bild 40

**Beskrivning av Sjunde AP-fonden 2014**

<p><b>Uppdrag och mål</b></p> <p><b>Uppdrag</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>AP7 förvaltar sedan november 2000 förvaltsalternativet i premiepensionssystemet:             <ul style="list-style-type: none"> <li>AP7 Såfa (som är en kombination av AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond) sedan den 24 maj 2010</li> </ul> </li> <li>AP7 tillhandahåller ytterligare 3 fondportföljer samt AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond</li> <li>Fondmediet skall, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås</li> </ul> <p><b>Mål</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Styrelsen i AP7 fastställer avkastningsmålen för respektive fond             <ul style="list-style-type: none"> <li>AP7 Såfa: Avkastningen ska minst motsvara genomsnittet för fonderna i premiepensionssystemet</li> <li>AP7 Aktiefond: Överträffa jämförelseindex<sup>1</sup></li> <li>AP7 Räntefond: Följa jämförelseindex (HMT74)</li> </ul> </li> <li>Mål för aktiv avkastning i 3 delar: taktisk allokering, alfamandat, PE</li> </ul>	<p><b>Andel av kapitalet i premiepensionssystemet (31 december 2014)</b>              100 % = SEK 759 miljarder</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Fond</th> <th>Andel (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Övriga Fonder</td> <td>67</td> </tr> <tr> <td>AP7 Aktiefond</td> <td>31</td> </tr> <tr> <td>AP7 Räntefond</td> <td>2</td> </tr> </tbody> </table>	Fond	Andel (%)	Övriga Fonder	67	AP7 Aktiefond	31	AP7 Räntefond	2
Fond	Andel (%)								
Övriga Fonder	67								
AP7 Aktiefond	31								
AP7 Räntefond	2								
<p><b>Förvaltningsstrategi</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Grundfilosofin för AP7 är passiv förvaltning</li> <li>Två av AP7:s ledstjärnor är             <ul style="list-style-type: none"> <li>Stordriftsfördelar (AP7 har endast 2 underliggande fonder: AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond)</li> <li>Hänsyn till den totala statliga pensionen (innebär att AP7 har en hög risk och använder en hävstång för ökad aktieexponering)</li> </ul> </li> <li>AP7 Aktiefond:             <ul style="list-style-type: none"> <li>Global inriktning (97 % globala aktier)</li> <li>Hävstång (USD-finansierad) som innebär en strategisk aktieexponering på 150 % (150 % MSCI World Index)</li> <li>Aktiv förvaltning på utvalda marknader (fokus på kort till medellång sikt)</li> </ul> </li> <li>AP7 Räntefond:             <ul style="list-style-type: none"> <li>Främst svenska ränterelaterade instrument med låg kreditrisk</li> <li>Genomsnittlig räntebindningstid normalt 2 år</li> <li>Extern förvaltning: -86% (AP7 Aktiefond) 0% (AP7 Räntefond)</li> <li>Aktiv förvaltning: -10% (AP7 Aktiefond), 0% (AP7 Räntefond)</li> </ul> </li> </ul> <p><small>1 Det benchmark som används består av 1 x MSCI World (omräknat i SEK) + 0,5 x MSCI World (i USD) samt justering för finansiering av hävstång</small></p> <p>KÄLLA: Sjunde AP-fonden</p>	<p><b>Organisation</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>23 anställda (19 år 2013) varav 7 inom förvaltningen (5 år 2013)</li> </ul>								

Sjunde AP-fonden har vidare ett tredelat mål för medelfristig (5-10 år) och aktiv avkastning:

<sup>73</sup> 1 x MSCI World (omräknat i SEK) + 0,5 x MSCI World (i USD) samt justering för finansiering av hävstång

<sup>74</sup> Högre risk möjliggör en högre förväntad avkastning över tid

- Taktisk allokering<sup>75</sup>: 500 miljoner per år över en rullande femårsperiod.
- Alfamandat: 275 miljoner för 2014.
- Private Equity: 2 procentenheter över MSCI All Country World Index per år över en rullande 10-årsperiod.

Vid utgången av 2014 hade fondens organisation 23 anställda varav 7 inom förvaltningen. År 2013 hade fonden 19 anställda varav 5 inom förvaltningen. Förvaltningsorganisationen består av funktionerna Alfa, Beta och Risk samt Strategisk portfölj.

Sjunde AP-fonden genomförde följande viktiga förändringar under 2014:

- Fonden etablerade en ny strategisk ledningsgrupp som lägger plan för 5 år framåt (träffas 3 gånger per år).
- Fonden ökade fokus på intern styrning och kontroll samt risk och compliance med organisationsförändringar och resursförstärkning. En förtydligad linjeorganisation med kapitalförvaltning respektive administrativ del införlivades under året och roll- och processbeskrivningar utvecklades. I tillägg utsågs en Chief Risk Officer och riskuppföljningen stärktes med 3 personer (2 inom förvaltningen och 1 inom administrationen).
- Fonden fortsatte även utveckla arbetet med hållbarhetsfrågor, bland annat genom att anställa en person med fokus på hållbarhetsfrågor och börja arbeta med teman: 2014 fokuserade fonden på att driva förbättring av etik- och miljöarbetet inom private equity och under 2015-2018 kommer fonden att fokusera på klimatfrågor. Dessutom har fonden förtydligat arbetet med hållbarhetsfrågor, till exempel etablering av tydligare utslutningsgrunder i svarta listan och tydligare ställningstaganden i påverkansdialog.
- Fonden införlivade även en tidigare beslutad avgiftssänkning för både Aktiefonden och Räntefonden med 0,02 respektive 0,03 procentenheter för respektive byggstansfond.

#### **SJUNDE AP-FONDENS RESULTAT 2001-2014**

Sjunde AP-fonden förvaltade vid slutet av 2014 33,4% av totala premiepensionssystemets kapital, varav 31,1% i AP7 Aktiefond och 2,3% i AP7 Räntefond (Bild 41). Sedan år 2000 har Sjunde AP-fondens andel av totala premiepensionssystemet ökat med totalt 2,8 procentenheter.

Fondbolagets faktiska kostnader, inklusive courtage för Aktiefonden, som andel av kapital för Aktiefonden och Räntefonden 31 december 2014 uppgick till 0,08%

<sup>75</sup> Avsteg från den strategiska hävstången på 50%

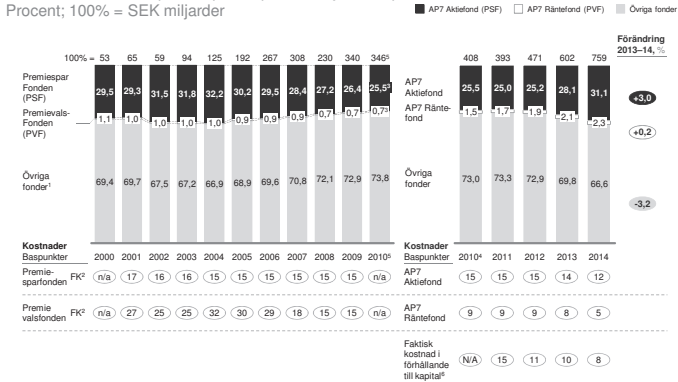
(0,10% 2013) för AP7. Förvaltningsavgiften för AP7 Aktiefond respektive AP7 Räntefond uppgick 2014 till 0,12% (0,14% 2013) respektive 0,05% (0,08% 2013) av fondens förmögenhet. Genomsnittlig förvaltningsavgift hos de 850 fonder som ingick i premiepensionssystemet 31 december 2014 var 0,92% (0,31% efter rabatter).

Bild 41

**Utveckling av det totala kapitalet i premiepensionssystemet 2000–2014**

Andel av det totala kapitalet i premiepensionssystemet per 31 december<sup>3</sup>

Procent; 100% = SEK miljarder



<sup>1</sup> -850 valbara fonder per 31 december 2014. <sup>2</sup> FK: förvaltningskostnader. <sup>3</sup> För 2010: 21 maj 2010  
<sup>4</sup> 31 december 2010; <sup>5</sup> 31 maj 2010; <sup>6</sup> Kapital för aktiefond och räntefond 31 December 2014.

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

Under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2014 genererade förvalsalternativet Såfa i genomsnitt en avkastning på 16,6% per år, medan premiepensionsindex hade en genomsnittlig avkastning på 8,4% per år (Bild 42). 2014 var avkastningen på Såfa 29,3%, jämfört med 15,1% för premiepensionsindex.

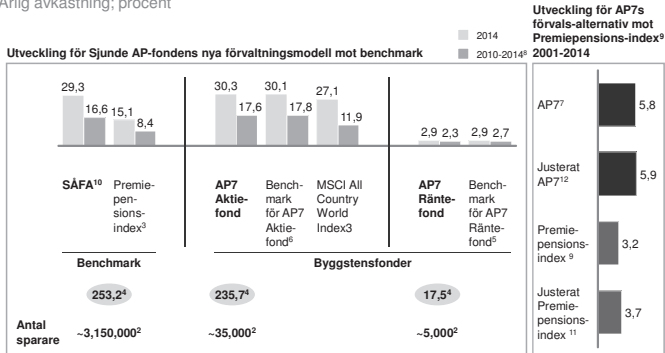
Sjunde AP-fondens Aktiefond avkastade 30,3% 2014 och i genomsnitt 17,6% per år under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2014. Aktiefondens avkastning låg strax över fondens jämförelseindex under 2014 och strax under jämförelseindex för perioden 24 maj 2010 till 31 december 2014. Aktiefondens avkastning överträffade MSCI All Country World Index under båda perioderna.

Sjunde AP-fondens Räntefond avkastade 2,9% under 2014 vilket var i linje med jämförelseindex, och avkastade i genomsnitt 2,3% per år under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2014, vilket var lägre 0,4 procentenheter lägre än fondens jämförelseindex.

Bild 42

**Utveckling för Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell 24 maj 2010 – 31 dec 2014**

Årlig avkastning; procent



<sup>1</sup> Fondförmogenhet den 31 december 2014; <sup>2</sup> 31 december 2014. Avser de sparare som aktivt valt att investera hela eller delar av sin portfölj i en av byggsstenfonderna (investeringar via SÅFA och statens fondspårare ej inkluderade); <sup>3</sup> i SEK; men ej valutavärdet; <sup>4</sup> Övrigt kapital investerat via Försäkringsgaranti och Offshore; <sup>5</sup> MSCI12 för 2010 och HM74 för 2011; <sup>6</sup> AP7s benchmark för AP7 Aktiefond kommer ett normalt bestå av 1 x MSCI ACWI (i SEK) + 0,5 x MSCI ACWI (i USD) samt justering för finansiering av hävslång. För 2010 är benchmark angivssat för hävslångens successions uppgiftsnat under året; <sup>7</sup> Utdrag av PSF jan 2001-maj 2010 och SÅFA maj 2010-dec 2014; <sup>8</sup> Genomsnittligt pris av den långa avkastningen 24 maj 2010-31 dec 2014; <sup>9</sup> Genomsnittlig avkastning för fonderna i premiepensionssystemet (exklusive AP7:s produkter); <sup>10</sup> SÅFA bestod den 30 december 2014 av 93,1% AP7 Aktiefond och 6,9% AP7 Räntefond; <sup>11</sup> Genomsnittlig avkastning för premiepensionsindex justerat för avgifter och rabatter; <sup>12</sup> Utdrag av PSF jan 2001-maj 2010 och SÅFA maj 2010-dec 2014, justerat för avgifter och rabatter

KÄLLA: Sjunde AP-fonden; Pensionsmyndigheten; AP7 Årsredovisning; McKinsey-analys

För perioden sedan start, 2001-2014, har Sjunde AP-fondens förvaltsalternativ<sup>76</sup> i genomsnitt avkastat 5,8% per år jämfört med 3,2% per år för premiepensionsindex. Justerat för rabatter<sup>77</sup> var den genomsnittliga avkastningen för Sjunde AP-fondens förvaltsalternativ under samma tidsperiod 5,9% och för premiepensionsindex 3,7% per år.

Under den senaste tioårsperioden 2005-2014 har förvaltsalternativet i genomsnitt avkastat 10,0% per år justerat för rabatter och premiepensionsindex 7,9%<sup>78</sup>. För den senaste femårsperioden 2010-2014 har förvaltsalternativet med en avkastning på i genomsnitt 15,5% per år, justerat för rabatter, överträffat premiepensionsindex som har haft en genomsnittlig avkastning på 8,4% per år<sup>79</sup>.

<sup>76</sup> Premiesparfonden jan 2001-maj 2010 och SÅFA maj 2010- dec 2014

<sup>77</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>78</sup> Rabatten har under denna period varit 61,3% för premiepensionsindex och 14,7% för SÅFA Premiesparfonden jan 2001-maj 2010 och SÅFA maj 2010- dec 2014

<sup>79</sup> Rabatten har under denna period varit 65,1% för premiepensionsindex och 0% för SÅFA Premiesparfonden jan 2001-maj 2010 och SÅFA maj 2010- dec 2014

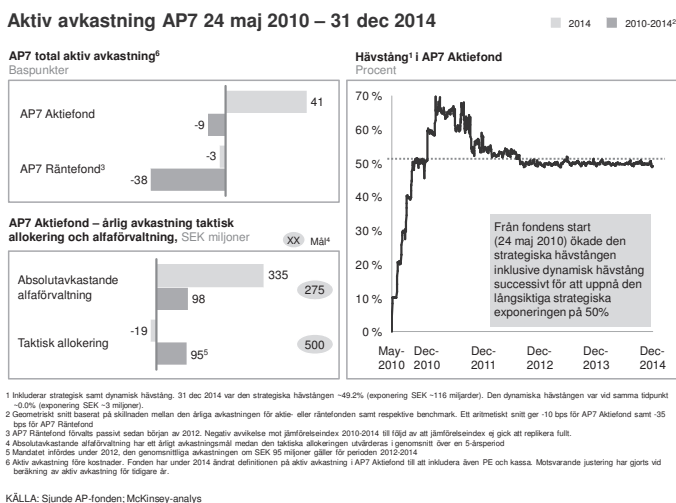


## SJUENDE AP-FONDENS AKTIVA AVKASTNING 2001-2014

Den aktiva avkastningen 2014 för Sjunde AP-fondens Aktiefond respektive Räntefond var 41 respektive -3 baspunkter<sup>80</sup> (Bild 43). För perioden 24 maj 2010 till 31 december 2014 var den aktiva avkastningen för Aktiefonden respektive Räntefonden -9 respektive -38 baspunkter per år.

Den absolutavkastande alfaförvaltningen, som utvärderas på årsbasis, hade en avkastning på SEK 335 miljoner 2014 jämfört med det årliga avkastningsmålet om SEK 275 miljoner. Den genomsnittliga avkastningen för perioden 24 maj 2010 till 31 december 2014 var SEK 98 miljoner. Den taktiska allokeringen har en femårig utvärderingshorisont med ett mål om SEK 500 miljoner i genomsnitt per år. Avkastningen under 2014 var SEK -19 miljoner och den årliga genomsnittsavkastningen för perioden 2012-2014 var SEK 95 miljoner.

Bild 43



<sup>1</sup> Inkluderar strategisk samt dynamisk hävstång. 31 dec 2014 var den strategiska hävstången -49,2% (exponering SEK -116 miljarder). Den dynamiska hävstången var vid samma tidpunkt -0,0% (exponering SEK -3 miljoner).  
<sup>2</sup> Geometriskt snitt baserat på skillnaden mellan den årliga avkastningen för aktie- eller räntefonden samt respektive benchmark. Ett aritmetiskt snitt ger -10 bps för AP7 Aktiefond samt -35 bps för AP7 Räntefond.  
<sup>3</sup> AP7 Räntefond förvaltas passivt sedan början av 2012. Negativ avvikelse mot jämförelseindex 2010-2014 till följd av att jämförelseindex ej gick att replikera fullt.  
<sup>4</sup> Absolutavkastande alfaförvaltning har ett årligt avkastningsmål medan den taktiska allokeringen utvärderas i genomsnitt över en 5-årsperiod.  
<sup>5</sup> Mandatet infördes under 2012. Den genomsnittliga avkastningen om SEK 95 miljoner gäller för perioden 2012-2014.  
<sup>6</sup> Aktiv avkastning före kostnader. Fonden har under 2014 ändrat definitionen på aktiv avkastning i AP7 Aktiefond till att inkludera även PE och kassa. Motsvarande justering har gjorts vid beräkning av aktiv avkastning för tidigare år.

<sup>80</sup> Räntefonden förvaltas passivt sedan 2012. Negativ avvikelse från jämförelseindex till följd av att jämförelseindex ej gick att replikera fullt ut

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 21 maj 2015

Närvarande: Statsministern S Löfven, ordförande, och statsråden  
Å Romson, Y Johansson, M Johansson, I Baylan, K Persson, S-E Bucht,  
I Lövin, Å Regnér, M Andersson, A Ygeman, A Johansson, M Kaplan,  
A Bah Kuhnke, A Strandhäll, A Shekarabi, G Fridolin, G Wikström,  
A Hadzialic

Föredragande: statsrådet M Andersson

---

Regeringen beslutar skrivelse Redovisning av AP-fondernas verksamhet  
t.o.m. 2014