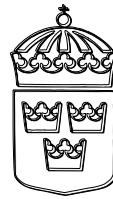


Regeringens skrivelse

2011/12:130



Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2011 Skr.

2011/12:130

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 16 maj 2012

Beatrice Ask

Peter Norman
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen lämnar regeringen en redovisning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) verksamhet t.o.m. 2011. I redovisningen ingår bl.a. en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar 2011 och en utvärdering av AP-fondernas verksamhet i ett längre perspektiv.

Sammanställningen av AP-fondernas årsredovisningar visar att resultatet för buffertfonderna sammantagna, dvs. Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna, uppgick till -17,3 miljarder kronor 2011. Förutom resultatet påverkades buffertkapitalet av ett nettoutflöde på motsvarande 5,0 miljarder kronor, till följd av att pensionsutbetalningarna för tredje året i rad översteg pensionsavgifterna. Buffertkapitalet minskade under året med 22,3 miljarder kronor till 872,6 miljarder kronor.

Buffertfondernas redovisade avkastning efter kostnader, jämfört med inkomstindex, och utgående fondkapital (procent per år resp. mdkr)

	2011	2010	2009	2008	2007	2001–2011
Avkastning	-1,9	10,2	19,3	-21,6	4,3	3,3
Inkomstindex	1,9	0,3	6,2	4,5	3,2	3,1
Fondkapital	873	895	827	708	898	

Not. Inkomstindex visar genomsnittsinkomstens utveckling och ligger till grund för uppräknigen av skulderna i inkomstpensionssystemet.

Buffertfondernas samlade resultat uttryckt som avkastning uppgick till -1,9 procent under 2011. Buffertfondernas genomsnittliga avkastning 2001–2011 uppgick till 3,3 procent per år, vilket överträffar inkomstindex under perioden.

Regeringens utvärdering av AP-fondernas förvaltning omfattar styrelsernas strategiska beslut i ett långsiktigt perspektiv och fondernas operativa förvaltning under den senaste femårsperioden (2007–2011).

Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga avkastning sedan 2001 har försvagats under 2011, till följd av en negativ utveckling på aktiemarknaderna under detta år, men den långsiktiga avkastningen överstiger fortfarande inkomstindex. Ingen av fonderna når under perioden sedan 2001 upp till styrelsernas mål.

Första–Fjärde AP-fonderna fortsätter att utveckla sina strategier och förvaltningsmodeller i syfte att uppnå en mer stabil avkastning med hjälp av portföljer som bättre hanterar kraftiga svängningar på marknaderna. Under 2011 har de fonder som infört nya förvaltningsmodeller kompletterat dessa med metoder för utvärdering av resultaten i enlighet med vad regeringen tidigare har efterfrågat, vilket bedöms vara positivt. Regeringen förväntar sig att fonderna redovisar kommande resultat av utvärderingen.

Andra, Tredje och Fjärde AP-fondernas operativa resultat under den senaste femårsperioden bedöms fortfarande vara otillfredsställande. Första AP-fonden redovisar ett positivt resultat efter kostnader. Det är dock alltför oklart om marginalen är tillräcklig med hänsyn till riskerna i verksamheten.

Sjätte AP-fonden har ett i förhållande till Första–Fjärde AP-fonderna specialiserat uppdrag att investera fondmedlen på riskkapitalmarknaden. Fonden har under perioden 2003–2011 haft en avkastning som överträffar inkomstindex men som inte når upp till styrelsens mål. Under 2011 har ett genomgripande förändringsarbete inletts i Sjätte AP-fonden, vilket innefattar fondens strategi, mål och organisation. Förändringarna bedöms vara en välkommen renodling av verksamheten och fondens nya mål bör kunna ligga till grund för extern utvärdering av fondens resultat, vilket bedöms som positivt.

Sjätte AP-fonden har under 2011 gjort omfattande nedskrivningar av delar av fondens portfölj. Omfattningen av de nedskrivningar som har ägt rum under 2011 är dock anmärkningsvärd. Regeringen kommer att följa upp hur en så stor förändring av tillgångarnas värdering kan vara möjlig från ett år till ett annat, utan direkt samband med den övergripande ekonomiska eller marknadsmässiga utvecklingen.

Sedan starten 2000 överträffar avkastningen i Sjunde AP-fondens förvalsalternativ den genomsnittliga avkastningen för de privata fonderna i premiepensionssystemet. Det finns ett behov av tydlig information om förvalsalternativets inriktning och risknivå, varför regeringen välkomnar det arbete Sjunde AP-fonden har inlett på detta område.

I utvärderingen ingår också en granskning av Första–Fjärde AP-fondernas riktlinjer för etik och miljö och AP-fondernas tillämpning av regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna. AP-fonderna fortsätter att utveckla arbetet med riktlinjer för etik och miljö och regeringen bedömer att det drivs ett viktigt arbete i Första–Fjärde AP-fonderna med att integrerar frågorna i den löpande analysen och förvaltningen.

AP-fonderna redovisar i år underlag om ersättningar till fondens anställda och en bedömning av hur ersättningarna förhåller sig till regeringens riktlinjer. Regeringen välkomnar den genomgång fonderna

har gjort och den ökade genomlysning av ersättningar till fondernas anställda som blir resultatet. Regeringen förutsätter att styrelserna löpande följer upp och bedömer löneläget i förhållande till regeringens riktlinjer samt öppet redovisar underlag och bedömningar. Skr. 2011/12:130

1	Inledning.....	5
2	Utvecklingen på de finansiella marknaderna 2001–2011	6
3	AP-fondernas redovisade resultat	10
3.1	Första–Fjärde AP-fonderna	11
3.1.1	Första AP-fondens resultat	11
3.1.2	Andra AP-fondens resultat	14
3.1.3	Tredje AP-fondens resultat.....	17
3.1.4	Fjärde AP-fondens resultat.....	20
3.2	Sjätte AP-fonden	23
3.3	Sjunde AP-fonden	28
4	Utvärdering av AP-fondernas verksamhet.....	32
4.1	Buffertfonderna i pensionssystemet	34
4.2	Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning.40	
4.2.1	Strategiska beslut	40
4.2.2	Operativ förvaltning	50
4.3	Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning	53
4.4	Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning.....	59
4.4.1	Strategiska beslut	59
4.4.2	Operativ förvaltning	62
4.5	Övriga förvaltningsfrågor.....	64

Bilaga 1 Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna

Bilaga 2 Utdrag ur årsredovisning för Första AP-fonden

Bilaga 3 Utdrag ur årsredovisning för Andra AP-fonden

Bilaga 4 Utdrag ur årsredovisning för Tredje AP-fonden

Bilaga 5 Utdrag ur årsredovisning för Fjärde AP-fonden

Bilaga 6 Utdrag ur årsredovisning för Sjätte AP-fonden

Bilaga 7 Utdrag ur årsredovisning för Sjunde AP-fonden

Bilaga 8 Underlag från McKinsey & Company

Bilaga 9 Underlag från Ernst & Young

Utdrag ur protokoll vid regeringsammansammanträdet den 16 maj 2012

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

Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna förvaltar fördelningssystemets buffertkapital och kan därför sägas vara buffertfonder. Buffertkapitalet ingår bland pensionssystemets tillgångar tillsammans med avgifts-tillgången, som i sin tur representerar värdet av framtida pensionsavgifter. Buffertfonderna utjämnar svängningar i flödet av pensionsavgifter och pensionsbetalningar och förväntas därutöver bidra till pensionssystemets långsiktiga finansiering. Under 2011 översteg för tredje året i rad pensionsbetalningarna beloppsmässigt inbetalda pensionsavgifter, vilket resulterade i ett nettoutflöde från Första–Fjärde AP-fonderna till pensionssystemet. Sjunde AP-fonden förvaltar, vid sidan av ett stort antal privata fondförvaltare, premiepensionssystemets fonderade kapital.

Mot bakgrund av dels att buffertfondernas regelverk har varit i bruk under en tioårsperiod eller längre (Sjätte AP-fonden bildades 1996), dels ändrade förutsättningar för kapitalförvaltning har regeringen i samråd med Pensionsgruppen (med företrädare för de fem partier bakom pensionsöverenskommelsen från 1994) gett en särskild utredare i uppdrag att göra en översyn av Första–Fjärde och Sjätte AP-fondernas regelverk (dir. 2011:84). Utredningen har antagit namnet Buffertkapitalstuderingen. Med målet att skapa en långsiktigt effektiv förvaltning av buffertkapitalet ska utredaren bl.a.

- utvärdera Första–Fjärde AP-fondernas uppdrag och placeringsregler, mot bakgrund av vikten av en effektiv styrning, hittillsvarande erfarenheter av fondernas förvaltning och förändrade marknadsmässiga förutsättningar,
- undersöka möjliga effektiviseringar av förvaltningen av buffertkapitalet, med beaktande av buffertkapitalets utveckling, risken för maktkoncentration och behovet av riskspridning och
- utvärdera Sjätte AP-fondens uppdrag, mål och placeringsregler med utgångspunkt i pensionssystemets behov och Sjätte AP-fondens kompetens.

Buffertkapitalutredningen ska redovisa sitt arbete senast den 1 augusti 2012. Utredningen behandlar väsentliga frågor för buffertfondernas förutsättningar att skapa långsiktigt hög avkastning. I utvärderingen av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2011 beaktas att frågor av överordnad betydelse således utreds i särskild ordning. En konsekvens av detta är att regeringen avseende 2011, i förhållande till tidigare år, begränsat uppdraget till de konsulter som anlitas i utvärderingen av AP-fondernas verksamhet. Ambitionen denna gång är därmed en jämförelsevis kondenserad skrivelse.

Den i skrivelsen aktuella perioden t.o.m. 2011 omfattar delperioder med varierande förutsättningar. Sammantaget för hela perioden 2001–2011 är den långsiktiga avkastningen på svenska och utländska aktier fortfarande historiskt sett svag, vilket har påverkat förutsättningarna för alla pensionsfonder som placerar i aktier, inte minst AP-fonderna. Under 2011 var avkastningen på aktier negativ, vilket försämrat AP-fondernas långsiktiga resultat jämfört med närmast föregående år.

Eftersom AP-fonderna har bedrivit verksamhet enligt nuvarande regelverk under tio år eller mer, kan utvärderingen ges en ändamålsenlig inriktning. Styrelsernas strategiska beslut utvärderas i ett långsiktigt perspektiv bl.a. med utgångspunkt i fondernas mål och inkomstindex som är bestämmande för den årliga uppräknings- och inkomstpensions-systemets skulder. Sjätte AP-fondens långsiktiga avkastning belyses med stöd av en analys av fondens olika delportföljer. Resultatet av AP-fondernas operativa förvaltning utvärderas över en femårshorisont.

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

I skrivelsen sammanfattas utvecklingen på de finansiella marknaderna i avsnitt 2 och AP-fondernas resultat på grundval av fondernas årsredovisningar i avsnitt 3. Därefter följer regeringens utvärdering av fondernas verksamhet i avsnitt 4. Regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna återfinns i *bilaga 1*. Utdrag ur AP-fondernas årsredovisningar återfinns i *bilagorna 2–7*. Årsredovisningarna finns i sin helhet på respektive fonds webbplats¹. Som tidigare har extern expertis anlitas för att bistå vid utvärderingen. Konsulternas underlag återfinns i *bilagorna 8 och 9*.

AP-fondernas roll i pensionssystemet finns beskrivet i föregående års redovisning av AP-fondernas verksamhet (se avsnitt 2 i skr. 2010/11:130). För en beskrivning av AP-fondernas utveckling som en del av pensionssystemet hänvisas till Orange rapport 2011 från Pensionsmyndigheten. I Orange rapport ingår redovisning av buffertfondernas resultat och kostnader.

2 Utvecklingen på de finansiella marknaderna 2001–2011

Perioden 2001–2011 inleddes med en lång och djup ekonomisk nedgång efter it-bubblan. Priserna på aktiemarknaden steg sedan från 2003 till juli 2007 när Stockholmsbörsen nådde den högsta noteringen under perioden. Därefter började en ny nedgång på aktiemarknaden, i samband med

¹ www.ap1.se, www.ap2.se, www.ap3.se, www.ap4.se, www.apfond6.se, www.ap7.se.

bolåne- och finanskrisen. En ny vändning kom våren 2009 och uppgången höll i sig i två år, till sommaren 2011. Skr. 2011/12:130

Under 2011 var utvecklingen på de globala börserna svag till följd av flera orsaker. Den utdragna statsskuldproblematiken i Europa ledde till en rädsla för att effekterna skulle spridas till andra delar av den globala ekonomin, framför allt till Kina som dittills utgjort ett starkt stöd för den globala ekonomins tillväxt. Ytterligare osäkerhet spreds på grund av geopolitisk osäkerhet i länderna i mellanöstern, vilket ledde till stigande oljepriser som i sin tur bromsade den ekonomiska utvecklingen i världen. Den stigande osäkerheten ledde till att världsmarknadsindex (mätt i USD) föll med cirka 8 procent under 2011.

Figur 2.1 Utvecklingen på aktiemarknaderna 2001–2010 (2000-12-31=100)



Källa: Bloomberg.

Under perioden fr.o.m. juli 2001 t.o.m. 2011 har den svenska börsen haft en avkastning på i genomsnitt 4,6 procent per år (tabell 2.1). Avkastningen på aktier har därmed ur ett historiskt perspektiv varit låg.

Tabell 2.1 Totalavkastning i olika tillgångsslag 1 juli 2001–2011 (procent per år)

	2011	2001–2011
Svenska aktier (SBX)	-13,1	4,6
Utländska aktier (MSCI World i USD)	-5,1	3,2
Utländska aktier (MSCI World i SEK)	-2,9	-1,2
Obligationsindex (OMRX)	13,3	6,0
Reala obligationer (RXRE)	12,7	7,0
Risfri ränta	1,7	2,5

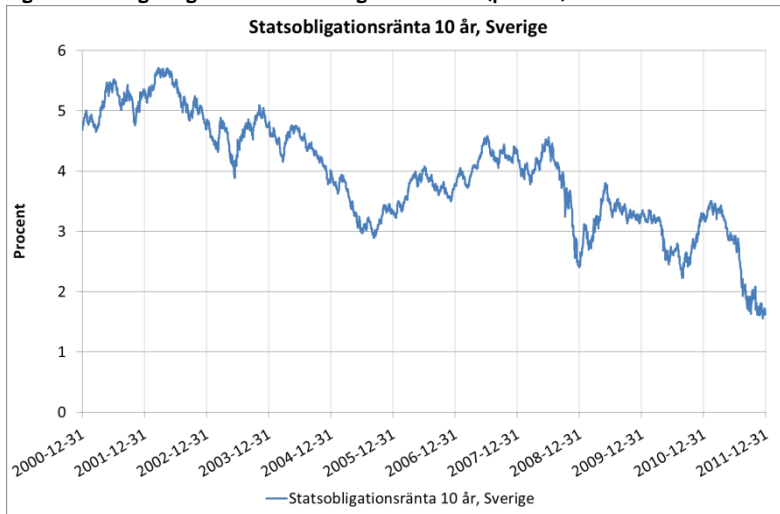
Not. Riskfri ränta är ett vägt genomsnitt av statsskuldsväxlar med 3 och 6 månaders löptid.

Källa: Bloomberg, Ecwin, Riksbanken.

Utländska aktier har under perioden från den 1 juli 2001 t.o.m. 2011 haft en avkastning på i genomsnitt 3,2 procent per år (mätt i USD). På grund av den amerikanska dollarns försvagning har dock avkastningen på utländska aktier mätt i svenska kronor varit -1,2 procent per år under perioden.

På den svenska obligationsmarknaden har räntorna varit trendmässigt fallande (figur 2.2), vilket har påverkat avkastningen på räntebärande instrument positivt. Både nominella och reala obligationer har gett en bättre långsiktig avkastning än aktier både under 2011 och under den längre perioden sedan 2001, vilket betyder att risktagande inte har gett förväntad avkastning. Under 2011 uppgick avkastningen för nominella obligationer till 13,3 procent och för realränteobligationer till 12,7 procent. Under den längre perioden sedan 2001 uppgick avkastningen på nominella obligationer till i genomsnitt 6,0 procent per år och avkastningen på realränteobligationer till i genomsnitt 7,0 procent per år.

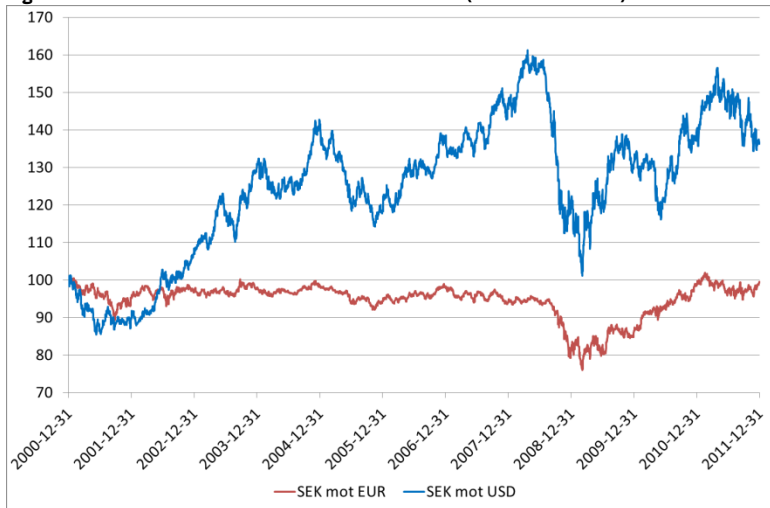
Figur 2.2 Tioårig obligationsränta i Sverige 2001–2011 (procent)



Källa: Bloomberg.

Som framgår av figur 2.3 har kronan under perioden fr.o.m. 2001 t.o.m. andra halvåret 2008 varit relativt stabil mot euron. Kronan försvagades dock kraftigt i samband med den finansiella krisen hösten 2008, men har därefter återhämtat sig. Kronans värde har jämfört med den amerikanska dollarn trendmässigt förstärkts under perioden, med undantag för tre delperioder. Den första försvagningen inträffade under 2000, till följd av fallande börskurser och stigande riskpremier, den andra under 2005 och den tredje och kraftigaste i samband med finanskrisen 2008. Kronan fortsatte därefter att stärkas mot dollarn fram t.o.m. 2010. Under helåret 2011 försvagades kronan något relativt den amerikanska dollarn.

Figur 2.3 Kronan mot euro och US-dollar 2001–2011 (2000-12-31=100)



Källa: Bloomberg.

Aktiemarknaden och obligationsmarknaden 2011

De globala aktiemarknaderna (världsmarknadsindex) inledde 2011 med stigande kurser till skillnad från Stockholmsbörsen som inledde året negativt (figur 2.1). Skillnaden i utvecklingen berodde på förväntningar om att den ekonomiska tillväxten var på väg att stiga i framförallt USA medan förväntningarna om tillväxt i Sverige minskade. Dessa skillnader i tillväxtförväntningar i kombination med hög avkastning på Stockholmsbörsen under 2010 ledde till att investerare började allokera om sina portföljer för att ta hem vinster och för att söka högre avkastning på andra marknader. Utvecklingen för både världsmarknadsindex och Stockholmsbörsen var relativt stabil t.o.m. maj.

Därefter blev utvecklingen allt mer volatil, i takt med att risken steg för att Grekland skulle genomföra en skuldsanering. Ratinginstitut, investerare och analytiker blev allt mer negativt inställda till både den grekiska statens, och Spaniens, Portugals och Italiens, förmåga att finansiera sig på marknaderna. Slutligen spred sig oron i så hög utsträckning att marknaderna började ifrågasätta Frankrikes förmåga att finansiera sig på marknaderna. Detta ledde till att arbetet inom EU för att rädda de perifera ekonomierna intensifierades.

Sammantaget präglades året av en rad mer eller mindre dramatiska händelser som ledde till stigande riskaversion på de finansiella marknaderna. Det handlade om stigande oro för statsskuldproblematiken i Europa, ökad geopolitisk osäkerhet i mellanöstern, med stigande oljepriser som följd, och en mindre än förväntad tillväxt i den amerikanska ekonomin. En annan händelse var jordbävningkatastrofen i Japan som, förutom mänskligt lidande, ledde till komponentbrist för stora delar av den globala bilindustrin. Slutligen blev riskaversionen så hög att de långa räntorna i de mer stabila ekonomierna sjönk till rekordlåga nivåer, som en följd av att investerare sökte sig till de minst riskfyllda investeringarna. Detta medförde

historiskt låga värderingar på aktier. Under november 2011 var värderingarna på svenska och amerikanska aktier så låga att även med en halverad vinst i bolagen skulle värderingarna inte ha varit ansträngda utifrån ett historiskt perspektiv.

Mot slutet av året var situationen på de finansiella marknaderna så allvarlig att finansinstitut inom Europa inte längre litade på varandra, vilket ledde till stigande interbankräntor. Amerikanska finansinstitut undvek dessutom att låna ut dollar till sina europeiska motparter, vilket ledde till brist på amerikanska dollar för europeiska banker. Centralbanker vidtog en rad åtgärder, av vilka ECB:s tillskott av likviditet genom LTRO (*long term refinancing operation*) var viktigast, vilket slutligen ledde till att marknaderna stabiliserades under december. Centralbankernas åtgärder ledde till ökat förtroende på de finansiella marknaderna, vilket i kombination med extremt låga aktievärderingar bidrog till stigande kurser både på Stockholmsbörsen och utländska aktiemarknader.

3 AP-fondernas redovisade resultat

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

En slutsats av sammanställningen är att jämförbarheten mellan fonderna kan förbättras med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper som verktyg och att genomlysningen av AP-fondernas verksamhet kan utvecklas ytterligare. Detta gäller Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna men inte Sjunde AP-fonden, som i stället ska jämföras med fonderna i premiepensionssystemet. Ett flertal av AP-fonderna lyfter i sin redovisning fram avkastningen före kostnader. Regeringen menar att AP-fonderna i kommunikationen med allmänheten i första hand bör redovisa avkastningen efter kostnader, eftersom det är det resultatet som påverkar pensionssystemets finansiella stabilitet.

Första–Fjärde AP-fonderna redovisar förvaltningsavgifter för onoterade innehav, där återbetalning sker före vinstdelning och bedöms vara sannolik, som en del av anskaffningskostnaden och ingår därmed inte i resultaträkningen. Detta avser vanligen förvaltningsavgifter till riskkapitalfonder. Sjätte AP-fonden tillämpar samma princip men med den skillnaden att samtliga aktiverade förvaltningsavgifter nedvärderats till noll vid utgången av 2011, vilket betyder att samtliga avgifter belastat resultatet.

Det är av stor betydelse för pensionssystemet att AP-fondernas verksamhet bedrivs på ett kostnadseffektivt sätt. Detta inkluderar också möjligheterna till effektivitetsvinster genom administrativ samverkan mellan fonderna. Samarbetet ska dock vara utformat på ett sätt som inte inskränker möjligheten till konkurrens mellan fonderna.

Första–Fjärde AP-fonderna har sedan tidigare ett etablerat samarbete inom områden där detta ansetts gynna pensionskapitalets utveckling. Exempel på samarbetsområden är fondernas arbete inom miljö och etik inom det gemensamma Etikrådet, skattefrågor, redovisnings- och

värderingsfrågor, gemensamma juridiska frågor samt en gemensam röstningsplattform för utländska aktieinnehav. Skr. 2011/12:130

För att fördjupa det befintliga samarbetet bildade AP-fonderna 2010 ett särskilt forum för samverkan med syfte att genom ökad transparens och samordning minska kostnaderna inom ramen för befintliga organisationer. I detta ingår gemensamma arbetsgrupper för alla affärsstödjande funktioner. Områden för samarbete som har diskuterats initialt är bl.a. it-strategiska frågor, skattefrågor, redovisnings- och värderingsfrågor, systemstöd för onoterade tillgångar, system för dokumenthantering samt portföljssystem.

Fonderna redovisar inga kostnadseffekter av denna samverkan för 2011.

3.1 Första–Fjärde AP-fonderna

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

År 2011 översteg för tredje året i rad utbetalningarna av pensioner inbetalningarna av pensionsavgifter, vilket medförde ett nettoutflöde från Första–Fjärde AP-fonderna på sammanlagt 4 959 miljoner kronor. Fondernas avkastning 2011 var i genomsnitt -1,8 procent. Detta är framför allt en effekt av att aktier, och i synnerhet svenska aktier, uppvisade en negativ avkastning 2011.

3.1.1 Första AP-fondens resultat

Första AP-fondens resultat uppgick till -4 223 miljoner kronor 2011 (tabell 3.1), vilket motsvarar en avkastning på -1,9 procent (10,2 procent föregående år). Under året överfördes 1 240 miljoner kronor till pensionssystemet. Sammantaget minskade fondkapitalet med 5 463 miljoner kronor till 213 318 miljoner kronor.

Tabell 3.1 Första AP-fondens fondkapital (mnr)

	2011	2010
Ingående fondkapital	218 781	202 299
Årets resultat	-4 223	20 523
Överföringar	-1 240	-4 041
Utgående fondkapital	213 318	218 781

Not. Överföringar innehåller nettobetalningar till pensionssystemet.

Fondens mål är att uppnå en genomsnittlig nominell avkastning på 5,5 procent per år över en femårsperiod. Målet har fastställts med utgångspunkt i en bedömning av hur sannolikheten för balansering inom

pensionssystemet kan minimeras för dagens och framtidens pensionärer. Under den senaste femårsperioden har fonden haft en avkastning på 1,2 procent per år och därmed inte nått upp till sitt mål.

I sin investeringsprocess strävar fonden efter att skapa en mer robust portfölj där syftet är att avkastningen ska variera mindre än tidigare. Förväntan är att fondens resultat bör bli bättre än marknadens i dåliga tider och något sämre än marknadens i bättre tider. Fondens minskade därför andelen aktier under året och ökade sin andel inom alternativa investeringar. Under 2011 gjordes vidare en översyn av fondens aktiestrategier i avsikt att skapa en mer robust portfölj. Det resulterade i omarbetade strategier som syftar till att minska volatiliteten i aktieportföljen.

En ny uppföljningsmodell tillämpas där fondens avkastning och risk redovisas utifrån fondens investeringsprocess. Denna består av tre beslutsnivåer vilka utvärderas i förhållande till fondens portfölj per den 1 januari 2011. Av analysen framgår att strategisk tillgångsallokering bidrog positivt under 2011 (0,6 procentenheter) och strategisk förvaltning och operativ förvaltning negativt (-0,3 procent respektive -0,8 procent). Strategisk allokering inbegriper beslut om fördelning mellan tillgångsslagen aktier, räntor och alternativa tillgångar samt valutaexponering och genomsnittlig räntebindningstid. Strategisk förvaltning avser beslut om fördelning inom tillgångsslagen, t.ex. aktieinvesteringar på olika marknader och risknivå i ränteportföljen, samt förvaltningsstrategi. Operativ förvaltning avser den faktiska förvaltningen i förhållande till förvaltningsstrategin.

Tabell 3.2 Första AP-fondens redovisade avkastning (procent respektive procentenheter per år)

	2011	2010	Bidrag till totalavkastning 2011
Aktier Sverige	-15,2	27,6	-2,0
Aktier utvecklade länder	-4,7	10,5	-1,0
Aktier utvecklingsländer	-16,7	12,4	-2,1
Summa aktier totalt	-9,8	10,7	-5,1
Räntebärande tillgångar	7,1	4,8	2,6
Alternativa investeringar	10,0	19,3	0,8
Total avkastning efter kostnader	-1,9	10,2	-1,9

Not. Avkastning för del portföljer avser avkastning före kostnader, medan total avkastning är beräknad efter kostnader. Utländska aktier och räntebärande tillgångar avser valutasäkrad avkastning. I årsredovisning för 2011 redovisas inte genomsnittlig avkastning per tillgångsslag (alt. ta bort kolumnen om den inte ingår samtliga övriga fonder).

I tabell 3.2 redovisas avkastning för olika tillgångsslag (före kostnader) och deras respektive bidrag till fondens totala avkastning. Svenska aktier och aktier i utvecklingsländer uppvisade lägst avkastning; den genomsnittliga avkastningen för summan av aktier förbättrades något av övriga utländska aktier som uppvisade en inte fullt lika svag avkastning. Både räntebärande tillgångar och alternativa investeringar uppvisade positiv avkastning (7,1 respektive 10,0 procent). Till fondens totala avkastning, före kostnader, bidrog aktier med -5,1 procentenheter,

räntebärande tillgångar med 2,6 procentenheter och alternativa tillgångar med 0,8 procentenheter. Skr. 2011/12:130

Av fondens medel förvaltades 124,9 miljarder kronor internt, vilket utgör 58,6 procent av det totala fondkapitalet (56,3 föregående år). Den interna förvaltningen placerar i svenska och utländska marknadsnoterade tillgångar. Under året fördes europeiska kreditobligationer från extern till intern förvaltning. Resterande medel förvaltades av externa förvaltare där 69 miljarder kronor var placerat i marknadsnoterade tillgångar.

Tabell 3.3 Första AP-fondens portfölj (mdkr resp. procent)

	2011-12-31		2010-12-31	
	mdkr	%	mdkr	%
Aktier Sverige	26,4	12,4	34,4	15,7
Aktier utvecklade länder	55,5	26,0	69,5	31,8
Aktier utvecklingsländer	22,6	10,6	22,5	10,3
Aktier totalt	104,5	49,0	126,5	57,8
Räntebärande	87,3	40,9	71,1	32,5
Kassa/valuta	1,7	0,8	4,1	1,9
Alternativa investeringar	19,7	9,3	17,1	7,8
Fondkapital	213,3	100	218,8	100

Not: I gruppen utvecklade länder ingår Nordamerika, Europa, Stilla-havsregionen, Japan och övriga strategier.

Under 2011 har Första AP-fonden minskat exponeringen mot aktier, från 57,8 procent av fondkapitalet vid utgången av 2010 till 49,0 procent vid utgången av 2011. Exponering mot räntebärande tillgångar ökade under året med 8,4 procentenheter till 40,9 procent av fondkapitalet eller 87,3 miljarder kronor av totala portföljen vid utgången av 2011. Fondens alternativa investeringar är i tillgångar som inte är marknadsnoterade och som har låg likviditet. Investeringarna består av fastigheter, riskkapitalfonder, hedgefonder och s.k. nya investeringar (t.ex. jordbruksfastigheter). Exponeringen mot alternativa investeringar var vid utgången av året 9,3 procent av fondkapitalet. Fondens placeringar inom alternativa investeringar består till största del av innehav i fastigheter (5,6 procent) och riskkapitalfonder, hedgefonder och nya investeringar. Vid utgången av 2011 hade Första AP-fonden investerat 7,2 miljarder kronor i onoterade tillgångar (exklusive fastigheter) och hade återstående investeringsåtaganden om 6,6 miljarder kronor (föregående år hade fonden investerat 4,9 miljarder kronor och hade åtaganden om 6,2 miljarder kronor). Under året ingick fonden nya investeringsåtaganden om 1,6 miljarder kronor.

Första AP-fonden äger tillsammans med övriga av Första-Fjärde AP-fonderna till lika delar fastighetsbolaget Vasakronan. Bolaget förvaltar kommersiella fastigheter med inriktning på tillväxtorter i Sverige och är Sveriges största fastighetsägare. Värdet på Första AP-fondens investering i Vasakronan uppgick till 7,7 miljarder kronor 2011. Därtill äger Första AP-fonden fastighetsbolaget Willhem AB som förvaltar 220 bostadsfastigheter i Sverige. Vid årsskiftet värderades innehavet till 2,8 miljarder kronor. I slutet av året bildade Första AP-fonden fastighetsbolaget Cityhold Property tillsammans med Andra AP-fonden. Bolaget ska fokusera på kommersiella fastigheter med

centrala lägen i europeiska storstäder. Den första fastighetsinvesteringen i bolaget gjordes under 2012 då en fastighet i centrala London köptes. Under 2011 ingick Första AP-fonden också ett avtal om att investera i kinesiska fastigheter via fonden White Peak Real Estate II. Avkastningen i fondens fastighetsinvesteringar uppgick under 2011 till 8,8 procent före kostnader.

Vid årsskiftet var Första AP-fondens kapital placerat i 39 olika valutor inklusive den svenska kronan. Den öppna valutaexponeringen, som till största del består av amerikanska dollar, brittiska pund och valutor i utvecklingsländer uppgick totalt till 21,3 procent (24,0) vid utgången av 2011.

Första AP-fondens förvaltningskostnader (summan av interna kostnader och externa provisionskostnader) uppgick under året till 269 miljoner kronor (268 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,12 procent av genomsnittligt fondkapital under året (0,13 procent föregående år). Till detta kommer utgifter som i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper inte redovisas som kostnad. Utgifterna uppgick till 52 miljoner kronor (64 miljoner kronor föregående år), varav 32 miljoner kronor (31 miljoner kronor föregående år) avser prestationsbaserade avgifter som utbetalas till externa förvaltare om avkastningen uppnår en viss överenskommen nivå.

Vid utgången av 2011 hade fonden 46 anställda (45 föregående år), varav 10 kvinnor. I summan ingår Etikrådets generalsekreterare som är en gemensam resurs för Första–Fjärde AP-fonden. Från och med 2010 förekommer inga rörliga ersättningar till anställda i fonden.

3.1.2 Andra AP-fondens resultat

Andra AP-fondens resultat uppgick till -4 645 miljoner kronor 2011, vilket motsvarar en avkastning på -2,1 procent (11,0 procent föregående år). Under året överfördes -1 240 miljoner kronor till pensionssystemet. Fondkapitalet minskade under året med -5 885 miljoner kronor till 216 622 miljoner kronor.

Tabell 3.4 Andra AP-fondens fondkapital (mnkr)

	2011	2010
Ingående fondkapital	222 507	204 290
Årets resultat	-4 645	22 258
Överföringar	-1 240	-4 041
Utgående fondkapital	216 622	222 507

Not. Överföringar innehåller nettobetalingar till pensionssystemet.

Andra AP-fondens långsiktiga mål är en real avkastning på fem procent per år. Målet är att minimera konsekvenserna av den automatiska balanseringen i pensionssystemet och har fastställts med utgångspunkt i uppdraget att långsiktigt maximera avkastningen, samtidigt som risken ska vara låg, verksamhet. Under den senaste femårsperioden (2007–2011) uppgick den genomsnittliga reala avkastningen till 1,8 procent per år, vilket innebär att fonden inte nådde upp till sitt mål. Andra AP-fonden har sedan starten haft en genomsnittlig avkastning på 3,8 procent per år.

Efter avdrag för inflation motsvarar detta en årlig real avkastning på 2,4 procent. Skr. 2011/12:130

Andra AP-fondens strategi för att nå målet består av beslut på tre nivåer; strategisk tillgångsfördelning, beslut om jämförelseindex och aktiv förvaltning av tillgångar i förhållande till index. Andra AP-fondens strategiska portfölj baseras på analys av pensionssystemets förväntade långsiktiga utveckling och förväntad avkastning på de finansiella marknaderna. Det innebär att fondens strategiska portfölj utgörs av den sammansättning av olika tillgångsslag som fonden bedömt ger den bästa långsiktiga tillväxten för framtida pensioner och som beaktar kravet på neutralitet över generationerna.

Andra AP-fonden genomförde under 2011 den hittills största förändringen i den strategiska portföljen genom att minska andelen svenska aktier och räntebärande tillgångar till förmån för aktier och statsobligationer på tillväxtmarknaderna. Fonden ökade också andelen onoterade tillgångar i portföljen, liksom andelen intern förvaltning av fondens tillgångar.

Tabell 3.5 Andra AP-fondens redovisade avkastning (procent respektive procentenheter per år)

	2011	2010	Bidrag till totalavkastning 2011
Svenska aktier	-13,3	27,8	-2,2
Utländska aktier	-8,2	5,2	-3,4
Räntebärande instrument	6,8	0,5	2,7
Summa likvid portfölj	-3,2	10,7	
Aktiv avkastning före kostnader	-0,3	0,8	
Alternativa investeringar	8,4	15	1,3
Total avkastning efter kostnader	-2,1	11,0	-2,1

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

Som framgår av tabell 3.5 uppvisade svenska aktier under 2011 en negativ avkastning på -13,3 procent, vilket bidrog med -2,2 procentenheter till fondens totala avkastning. Därtill bidrog utländska aktier, som uppvisade en avkastning på -8,2 procent, med -3,4 procentenheter till fondens resultat. Räntebärande tillgångar och alternativa investeringar bidrog däremot positivt till resultatet med 2,7 respektive 1,3 procentenheter före kostnader. Bidragen till fondens totala avkastning beror på såväl tillgångsslagets avkastning som dess andel av det samlade fondkapitalet (mer precist produkten av de två). Inom alternativa investeringar, som uppvisade en avkastning på 8,4 procent under 2011, var avkastningen för fondens onoterade fastighetsinnehav 10,7 procent.

Utöver avkastningen i tillgångsslagen som redovisas i tabell 3.5 bidrog fondens valutasäkring av utländska investeringar med -0,4 procentenheter till fondens totala avkastning. Därtill bidrog fondens s.k. taktiska allokering, som bedrivs med syfte att på kort sikt ändra fördelning mellan tillgångsslag för att utnyttja skiftande marknadsförhållanden, positivt till fondens resultat med 0,1 procentenheter. Val av jämförelseindex görs med syftet att fonden

ska kunna följa alternativa index för att kunna skapa ett mervärde i förvaltningen, genom att inte förhålla sig passiv till marknadens prissättning av aktier. Under 2011 bidrog val av index negativt med -0,3 procentenheter till fondens totala avkastning före kostnader.

Merparten av den externa förvaltningen i Andra AP-fonden är aktiv. Vid utgången av året förvaltades 63 miljarder kronor externt. Detta motsvarar 29 procent av fondens totala kapital (23 procent föregående år).

Tabell 3.6 Andra AP-fondens portfölj (mdkr resp. procent)

	2011		2010	
	mdkr	%	mdkr	%
Svenska aktier	30,8	14,2	44,9	20,2
Utländska aktier	81,2	37,5	75,0	33,7
Räntebärande instrument	77,7	35,9	77,2	34,7
Alternativa placeringar	26,9	12,4	25,4	11,4
Fondkapital	216,6	100	222,5	100

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

Andra AP-fondens förändring av portföljen under 2011 innebar en kraftig minskning av andelen svenska aktier, från 20 procent av fondkapitalet vid utgången av 2010 till 14 procent 2011 (tabell 3.6). Ökningen av andelen utländska aktier, med knappt fyra procentenheter av fondkapitalet, förklaras av beslutet att öka exponeringen mot aktier i tillväxtmarknaderna. Därtill skedde en omfördelning inom räntebärande instrument till statsobligationer på tillväxtmarknaderna. Fondens valutaexponering ökade och motsvarade vid utgången av 2011 16 procent av fondens portfölj (12 procent föregående år). Fonden har också ökat investeringarna i alternativa tillgångar.

I alternativa investeringar ingår fondens investeringar i onoterade fastighetsbolag (inklusive skogs- och jordbruksfastigheter), riskkapitalfonder samt konvertibler med absolutavkastande mål. Totalt motsvarar alternativa investeringar 12,4 procent av fondkapitalet. Den största delen utgörs av fastigheter (6 procent av det totala fondkapitalet). Därefter följer riskkapitalfonder och konvertibler (4 respektive 2 procent) samt skogs- och jordbruksfastigheter (0,5 procent). Fondens sammantagna investeringsåtagande inom riskkapitalfonder uppgick vid slutet av 2011 till 18,1 mdkr. Sedan starten 2001 har 10,9 miljarder kronor (inklusive förvaltararvoden) investerats, varav 1,9 mdkr under 2011.

Fondens onoterade fastighetsinnehav består huvudsakligen av investeringar i Vasakronan, tillsammans med de övriga av Första–Fjärde AP-fonderna och innehavet i Norrporten, tillsammans med Sjätte AP-fonden. Under 2011 etablerades dels ett gemensamt bolag med den amerikanska pensionsfonden TIAA-CREF för investeringar i jordbruksfastigheter i USA, Australien och Brasilien, dels ett gemensamt fastighetsbolag med Första AP-fonden, Cityhold Property AB, för investeringar i främst kontorsfastigheter i europeiska storstäder. Andra AP-fonden gjorde 2010 sina första investeringar i skogs- och jordbruksfastigheter. Investeringsåtagandet i det bolag som samägs med

TIAA-CREF, som är huvudägare, uppgick under 2011 till 250 miljoner USD. Skr. 2011/12:130

Andra AP-fondens förvaltningskostnader (summan av interna kostnader och externa provisionskostnader) uppgick till 369 miljoner kronor 2011 (359 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,17 procent av genomsnittligt fondkapital under året (0,17 procent föregående år). Till detta kommer utgifter som i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper inte redovisas som kostnad. Utgifterna uppgick till 263 miljoner kronor (323 miljoner kronor föregående år), varav 99 miljoner kronor (189 miljoner kronor) avser prestationsbaserade avgifter som utbetalas till extern förvaltare om avkastningen uppnår en viss överenskommen nivå.

Under 2011 utbetalades ingen rörlig ersättning till fondens anställda (4,7 miljoner kronor föregående år), eftersom fonden inte redovisade ett positivt resultat. Vid utgången av 2011 hade fonden 58 tillsvidareanställda, varav 41 procent kvinnor.

3.1.3 Tredje AP-fondens resultat

Tredje AP-fondens resultat uppgick till -5 483 miljoner kronor 2011, vilket motsvarar en avkastning på -2,5 procent (9,0 procent föregående år). Under året överfördes 1 240 miljoner kronor till pensionssystemet. Fondkapitalet minskade under året med 6 723 miljoner kronor till 214 106 miljoner kronor.

Tabell 3.7 Tredje AP-fondens fondkapital (mnkr)

	2011	2010
Ingående fondkapital	220 829	206 539
Årets resultat	-5 483	18 331
Överföringar	-1 240	-4 041
Utgående fondkapital	214 106	220 829

Not. Överföringar innehåller nettobetalingar till pensionssystemet.

Tredje AP-fondens mål är att långsiktigt skapa en real avkastning, dvs. en inflationsjusterad avkastning, på i genomsnitt 4 procent per år över tid. Målet har fastställts med utgångspunkt i stabilitet i pensionssystemet på lång sikt och risken för värdefall i fondförmögenheten på kort sikt. Vidare har fonden som mål att bedriva en kostnadseffektiv förvaltning. För perioden 2001–2011 har fonden haft en genomsnittlig real avkastning på 1,7 procent per år, vilket innebär att fonden inte har nått upp till målet.

Tredje AP-fonden investeringsstrategi är inriktad mot att sätta samman en portfölj av olika tillgångar som med rimligt risktagande kan nå avkastningsmålet samt att förvalta och utveckla portföljen så att risken anpassas efter rådande förutsättningar. Denna s.k. dynamiska tillgångsallokering syftar till att öka sannolikheten för att avkastningsmålet nås. För att uppnå detta strävar fonden efter att krympa intervallet inom vilket avkastningen under ett specifikt år kan variera. Syftet är att minska risken för stora negativa utfall så att påfrestningarna för pensionssystemet begränsas.

Fondens tillgångar delas in i sju olika riskklasser. Fondens syfte med att dela in portföljen i olika riskklasser i stället för tillgångsslag är att åskådliggöra och förtydliga de risker som portföljen är utsatt för. I årsredovisningen presenteras avkastningen per riskklass.

Tabell 3.8 Tredje AP-fondens redovisade avkastning (procent respektive procentenheter per år)

Riskklass	Tillgångar	2011	2010	Bidrag till totalavkastning 2011
Aktierisk	noterade och onoterade aktier	-10,3	13,5	-5,3
Ränterisk	statsobligationer	0,8	1,8	0,1
Kreditrisk	bostads- och företagsobligationer	7,7	3,8	1,0
Inflationsrisk	realränteobligationer, fastigheter	13,5	7,4	1,9
Valutarisk				-0,2
Övrig exponering	konvertibla skuldebrev, försäkringsrisker	3,9	9,4	0,0
Absolutavkastande strategier				0,1
Total avkastning efter kostnader		-2,5	9,0	-2,5

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.

I tabell 3.8 redovisas avkastning per riskklass och deras respektive bidrag till fondens totala avkastning. Placeringarna i aktier utvecklades negativt under 2011 (-10,3 procent) och bidrog med -5,3 procentenheter till fondens totala avkastning. Avkastningen i fondens aktieportfölj missgynnades av den regionsammansättning som fonden hade i portföljen under året. Svenska aktier stod för knappt 25 procent av aktieexponeringen och hade en avkastning på -13 procent under 2011, medan amerikanska aktier som klarade sig relativt bra i en turbulent omvärld (0 procent) stod för en något mindre andel av aktieexponeringen. Tillväxtmarknader uppvisade den lägsta avkastningen med -21 procent. Den svaga avkastningen på noterade aktier motverkades under 2011 av fondens innehav i onoterade aktier med en positiv avkastning på 9,0 procent, exklusive valutaeffekt.

Högst avkastning under året uppvisade riskklass inflation som består av investeringar i realränteobligationer i Sverige, Tyskland och USA samt fastigheter, skog, jordbruk och infrastruktur. Den samlade avkastningen från denna riskklass uppgick till 13,5 procent, vilket bidrog positivt till fondens totala avkastning (med 1,9 procentenheter). Fondens fastighetsinnehav uppvisade en avkastning på 15,0 procent under 2011.

Investeringar i räntebärande tillgångar (riskklasserna ränterisk och kreditrisk) bidrog under året positivt till fondens totala avkastning (med 1,0 respektive 0,1 procentenheter).

Tredje AP-fonden har under året aktivt utnyttjat fondens valutaexponering för att diversifiera risken i totalportföljen. Den öppna valutaexponeringen har bidragit negativt till fondens totala avkastning

(-0,2 procentenheter). Exponeringen har varierat mellan 8 och 20 procent. Skr. 2011/12:130

Riskklassen absolutavkastande strategier omfattar mandat med absolutavkastande resultatmål. Inget kapital allokeras till denna riskklass utan styrelsen tilldelar förvaltningen ett riskmandat att agera inom. Syftet är att riskklassen ska vara oberoende av marknadsutvecklingen och därmed i det korta perspektivet ha låg samvariation med fondens totala risk. Under 2011 uppgick avkastningen för absolutavkastande strategier till 107 miljoner kronor vilket motsvarade ett avkastningsbidrag på 0,1 procentenheter till totalportföljen.

Fonden förvaltar 35 procent av tillgångarna externt (41 procent föregående år).

Tabell 3.9 Tredje AP-fondens portfölj (mdkr resp. procent)

	2011		2010	
	mdkr	%	mdkr	%
Svenska aktier	28,7	13,4	32,0	14,5
Utländska aktier	76,4	35,7	78,8	35,7
Nominella räntebärande instrument	56,4	26,3	60,3	27,3
Reala räntebärande instrument	21,3	9,9	15,2	6,9
Alternativa placeringar	31,4	14,7	34,7	15,7
Fondkapital	214,2	100	220,8	100

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

Under 2011 märks en minskning av andelen svenska aktier (tabell 3.9). Tredje AP-fonden utmärker sig bl.a. genom ett betydande innehav av alternativa placeringar. Investeringar görs i fonder som investerar i onoterade aktier fördelat på olika geografiska regioner samt olika investeringskategorier. Exponeringen mot fastigheter uppgick vid utgången av året till 15,7 miljarder kronor (16,9 miljarder kronor föregående år). Minskningen förklaras av att fonden genomfört en omklassificering av svenska bostadsobligationer (som tidigare ansågs tillhöra kategorin fastigheter). Den enskilt största exponeringen i Vasakronan, som Första-Fjärde AP-fonderna äger gemensamt, motsvarade vid årets utgång 7,7 miljarder kronor (7,0 miljarder kronor föregående år) i aktier och reverslån. Fonden äger också 50 procent av fastighetsbolaget Hemsö Fastigheter, vid årets utgång uppgick dess marknadsvärde till 2,6 miljarder kronor (2,1 miljarder kronor föregående år).

Under 2011 överskred Tredje AP-fonden två i lagstiftningen fastställda begränsningar, dels den att högst fem procent av fondkapitalet får investeras i onoterade tillgångar exklusive fastigheter, dels den att fondens röstetal i ett noterat bolag får uppgå till högst tio procent. I samband med det kraftiga värdefallet för noterade tillgångar 2008, kombinerat med att onoterade tillgångar inte nedvärderades i samma omfattning överskred andelen onoterade tillgångar 5 procent av fondkapitalet. Sedan dess har andelen onoterade tillgångar legat såväl strax över som strax under femprocentsgränsen. Per den 31 december 2011 uppgick andelen onoterade tillgångar till 5,4 procent. Fonden har inte ingått nya investeringsåtaganden i onoterade aktier sedan 2009. När det gäller den andra överträdelsen är bakgrunden den att Tredje AP-

fonden under 2009 förvärvade 17 procent av aktierna i det då onoterade bolaget Arise Windpower AB. Bolaget noterades våren 2010 och genomförde samtidigt en nyemission. Fondens röstandel i bolaget uppgick efter börsintroduktionen till 14,7 procent, vilket överskrider begränsningen om att röstandelen i ett enskilt noterat bolag inte får överskrida 10 procent. Fonden deltog inte i den riktade emission som Arise Windpower därpå genomförde. Vid utgången av 2011 uppgick fondens röstandel i Arise Windpower till 13,9 procent. Enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder ska innehav som överskrider de gränser som nämns ovan avvecklas så snart det är lämpligt med hänsyn till marknadsförhållandena, dock senast när det kan göras utan förlust för fonden (4 kap. 15 §).

Fondens investeringsåtaganden i onoterade aktier var vid årets utgång 18,2 miljarder kronor (18,3 miljarder kronor föregående år), varav 16,5 miljarder kronor hade investerats. Marknadsvärdet² uppgick till 11,5 miljarder kronor (10,9 miljarder kronor föregående år). Investeringarna i nya strategier redovisas fr.o.m. 2011 fördelat på respektive tillgångsslag. Tillgångsslag som inte har en naturlig placering redovisas under övriga tillgångar och innehåller bl.a. investeringar i konvertibler och försäkringsrelaterade risker. Marknadsvärdet för övriga tillgångar uppgick vid årets utgång till 4,2 miljarder kronor.

Tredje AP-fonden hade vid utgången av 2011 en valutaexponering på 19,3 procent (11,3 föregående år).

Tredje AP-fondens förvaltningskostnader (summan av interna kostnader och externa provisionskostnader) uppgick till 244 miljoner kronor 2011 (300 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,11 procent av genomsnittligt fondkapital under året (0,14 procent föregående år). Till detta kommer utgifter som i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper inte redovisas som en kostnad. Utgifterna uppgick till 306 miljoner kronor (367 miljoner kronor föregående år), varav 110 miljoner kronor (139 miljoner kronor föregående år) avser prestationsbaserade avgifter som utbetalas till extern förvaltare om avkastningen uppnår en viss överenskommen nivå. Underliggande avgifter i s.k. total return swaps (TRS) redovisas inte som provisionskostnader utan som en del av värdeförändringen under nettoresultat derivatinstrument. Under 2011 uppgick dessa till 14 miljoner kronor (12 miljoner kronor föregående år).

Under året gjordes inga avsättningar avseende rörlig prestationsbaserad ersättning, då fondens resultat var negativt (2,8 miljoner kronor föregående år). Vid utgången av 2011 hade fonden 57 (56 föregående år) anställda, varav 20 kvinnor.

3.1.4 Fjärde AP-fondens resultat

Fjärde AP-fondens resultat uppgick till -1 597 miljoner kronor 2011, vilket motsvarar en avkastning på -0,7 procent (10,9 procent föregående år). Under året överfördes 1 240 miljoner kronor till pensionssystemet.

² Marknadsvärdet tar inte hänsyn till utbetalningar, s.k. distributioner, från onoterade aktier.

Fondkapitalet minskade under året med 2 837 miljoner kronor till 209 999 miljoner kronor. Skr. 2011/12:130

Tabell 3.10 Fjärde AP-fondens fondkapital (mnkr)

	2011	2010
Ingående fondkapital	212 836	195 718
Årets resultat	-1 597	21 159
Överföringar	-1 240	-4 041
Utgående fondkapital	209 999	212 836

Not. Överföringar innehåller nettobetalingar till pensionssystemet.

Fjärde AP-fondens mål är att fondens reala avkastning ska uppgå till 4,5 procent per år i genomsnitt, under en period av tio år. Enligt fondens bedömning utgör målet det som krävs för att pensionssystemets tillgångar och skulder ska balansera på lång sikt (40 år). Fondens reala avkastning under tioårsperioden 2002–2011 uppgick i genomsnitt till 2,5 procent per år. Fonden uppnådde därmed inte fondens långsiktiga mål.

För att bestämma fördelningen mellan tillgångsslag i fondens portfölj använder Fjärde AP-fonden tre olika tidshorisonter; lång sikt (40 år), medellång sikt (3–5 år) och kort sikt (1 år). Fondens utvärdering för 2011 enligt de olika tidshorisonterna uppvisar en avkastning för normalportföljen (lång sikt) på -0,9 procent, för strategiska portföljen (medellång sikt) på -1,1 procent och för de faktiska tillgångarna (kort sikt) på -0,7 procent, vilket innebär att strategiska positioner bidrog negativt (-0,2 procentenheter) i förhållande till fondens faktiska resultat, medan den kortsiktiga förvaltningen bidrog positivt (0,4 procentenheter). Dessa resultat framträder vid en jämförelse mellan de tre portföljerna.

Fjärde AP-fonden har ett separat mål för aktiv förvaltning. Målet är att den aktiva avkastningen, dvs. avkastning i förhållande till jämförelseindex, ska överträffa index med 0,5 procentenheter per år under en rullande treårsperiod. Under 2011 uppgick resultatet för fondens aktiva förvaltning till 0,2 procentenheter, vilket innebär att målet inte uppnåddes för 2011. Under treårsperioden 2009–2011 uppnådde fonden målet genom ett resultat på i genomsnitt 0,7 procentenheter per år.

Tabell 3.11 Fjärde AP-fondens redovisade avkastning (procent respektive procentenheter per år) Skr. 2011/12:130

	2011	2010	Bidrag till total- avkastning 2011
Svenska aktier	-14,2	27,0	-2,6
Utländska aktier	-6,1	9,8	-2,4
Räntebärande instrument	9,2	4,3	3,1
Summa likvid portfölj	-2,2	11,0	-1,9
Alternativa investeringar	15,2	13,0	0,3
Fastigheter	17,6	22,1	0,6
Total avkastning efter kostnader	-0,7	10,9	-0,7

Not. Avkastning för del portföljer avser avkastning före kostnader, medan total avkastning är beräknad efter kostnader. Likvid portfölj innehåller även valutförvaltning och taktisk allokering.

Fjärde AP-fonden kännetecknas av en hög andel noterade aktier och räntebärande tillgångar. Den svaga utvecklingen på världens aktiemarknader under 2011 påverkade fondkapitalet negativt (tabell 3.11). Fondens aktieandel på 56 procent och exponering mot svenska aktiemarknaden tyngde resultatet. Avkastningen för svenska aktier var -14,2 procent, vilket var -0,7 procentenheter lägre än jämförelseindex. Avkastningen för utländska aktier uppgick till -6,1 procent och överträffade jämförelseindex med 0,2 procentenheter. Räntebärande tillgångar uppvisade en avkastning på 9,2 procent och överträffade jämförelseindex med 0,7 procentenheter.

Inom fondens alternativa investeringar uppgick avkastningen till 15,2 procent under 2011. De alternativa investeringarna är indelade i riskkapitalfonder och opportunistiska investeringar. Fondens fastighetsinnehav hade under året en avkastning på 17,6 procent.

Av fondens placeringstillgångar förvaltades vid årets utgång 64 procent aktivt (61 procent föregående år) och 18 procent av fondkapitalet förvaltades externt (23 procent föregående år).

Tabell 3.12 Fjärde AP-fondens portfölj (mdkr resp. procent)

	2011		2010	
	mdkr	%	mdkr	%
Svenska aktier	37,4	17,8	40,2	18,9
Utländska aktier	80,5	37,9	87,3	41,0
Räntebärande instrument	77,5	37,3	72,4	34,0
Alternativa investeringar	14,6	7,0	12,6	5,9
Övrigt	0,2	0	0,4	0,2
Fondkapital	209,9	100	212,8	100

Not. Beloppen avser innehav medan procentuell fördelning avser exponering, inklusive derivat. Alternativa investeringar omfattar onoterade aktier och fastigheter. Övrigt avser: Strategisk tillgångsallokering och valutaexponering, kassa samt Strategiska positioner.

Fjärde AP-fonden har under 2011 minskat andelen aktier och ökat andelen räntebärande tillgångar i portföljen. Omfördelningen uppgår till drygt tre procentenheter (tabell 3.12). Vid utgången av 2011 utgjorde den svenska aktieportföljen 17,8 procent av fondens tillgångar, vilket är en minskning med en procentenhet i förhållande till året innan. Andelen

utländska aktier minskade med drygt två procentenheter. Den globala aktieportföljens marknadsvärde uppgick vid årets slut till 80,5 miljarder kronor, motsvarande 37,9 procent av fondens tillgångar. Andelen räntebärande instrument har ökat med 3,3 procentenheter till 37,3 procent av fondkapitalet.

Marknadsvärdet på alternativa investeringar, exklusive fastigheter, uppgick vid utgången av året till 5,2 miljarder kronor, (4,3 miljarder kronor föregående år), vilket motsvarade 2,5 procent av fondens totala tillgångar.

Fjärde AP-fonden har under de senaste åren expanderat inom fastigheter. Fonden har valt strategin att direktäga fastighetsbolag, eftersom det bedöms vara mest kostnadseffektivt och transparent och därmed ge en bättre förväntad avkastning. Fonden äger fastighetsbolaget Vasakronan tillsammans med övriga av Första–Fjärde AP-fonderna. Fonden äger därutöver 50 procent av fastighetsbolaget Rikshem. Beståndet är inriktat mot bostäder och s.k. samhällsfastigheter, dvs. fastigheter med långa hyresavtal och där hyresgästen ofta är en kommun. Fonden äger vidare 15 procent av fastighetsbolaget Hemfosa. Fastigheternas bokförda värde uppgick vid årets slut till 9,4 miljarder kronor (8,2 miljarder kronor föregående år), vilket motsvarade 4,5 procent av fondens totala tillgångar. Summan alternativa investeringar uppgick till 14,6 miljarder kronor 2011, vilket motsvarade 7 procent av fondkapitalet, en ökning med 1,1 procentenheter jämfört med föregående år.

Fjärde AP-fondens förvaltningskostnader (summan av interna kostnader och externa provisionskostnader) uppgick till 203 miljoner kronor 2011 (206 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,10 procent av genomsnittligt fondkapital under året (0,10 procent föregående år). Till detta kommer utgifter som i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper inte redovisas som kostnad. Utgifterna uppgick till 62 miljoner kronor (91 miljoner kronor föregående år). Inga prestationsbaserade arvoden utbetalades under 2011 (8 miljoner kronor föregående år).

Vid utgången av 2011 hade Fjärde AP-fonden 52 anställda, en ökning med en person från föregående år. Av de anställda var 15 kvinnor. Inga rörliga ersättningar utbetalades under 2011 (5,0 miljoner kronor föregående år).

3.2 Sjätte AP-fonden

Fondens uppdrag är att, inom ramen för vad som är till nytta för inkomstpensionssystemet, investera fondmedlen på riskkapitalmarknaden. Sjätte AP-fonden skiljer sig också från övriga buffertfonder i det att fonden är sluten, dvs. inga medel förs till eller från pensionssystemet. Kapitalet i Sjätte AP-fonden har i sin helhet genererats från de 10,4 miljarder kronor som tillskötts i samband med att dåvarande sjätte fondstyrelsen bildades den 1 juli 1996.

Sjätte AP-fondens resultat uppgick till -1 380 miljoner kronor 2011 (1 706 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning på -6,9 procent (9,4 procent föregående år). Fondkapitalet minskade med årets resultat till 18 589 miljoner kronor (19 928 miljoner kronor föregående år).

Sedan fonden bildades 1996 har fondkapitalet vuxit med 8,1 miljarder kronor, vilket motsvarar en genomsnittlig avkastning på 3,9 procent per år. Med justering för inflationen under denna period motsvarar det en genomsnittlig real avkastning på 2,5 procent per år.

Styrelsen har under 2011 fastställt en ny strategi och ett nytt mål för fonden. Det nya målet tas i bruk fr.o.m. 2012. Strategin är att fortsätta vara en långsiktig investerare i onoterade bolag genom både direktinvesteringar i företag och indirekta investeringar genom fonder. Direktinvesteringar ska få ett tydligare fokus på mogna företag, där fonden haft en hög avkastning. Investeringar i nystartade svenska företag (venture capital) ska i stället ske genom fonder. Fondinvesteringarna kommer att ha ett bredare fokus än företagsinvesteringar, både vad gäller företagets utvecklingsfas och geografi. Syftet är att uppnå god riskspridning och genom kombination av företags- och fondinvesteringar skapa affärsmöjligheter, konkurrensfördelar och flexibilitet. Framtida direktinvesteringar i företag ska främst göras tillsammans med andra industriella och finansiella partners. Fondens nya mål, baserat på strategin och branschpraxis, är att avkastning ska motsvara avkastningen på den nordiska aktiemarknaden (mätt med ett brett aktieindex) med tillägg av en riskpremie på 2,5 procentenheter. Riskpremien har justerats för att Sjätte AP-fonden är en sluten fond, vilket medför ett behov av intern likviditetshantering.

Sjätte AP-fondens hittillsvarande mål består av dels ett långsiktigt, dels ett kortsiktigt mål. Det långsiktiga målet uppgick till 6,7 procent per år för perioden 2003–2011, vilket fonden inte uppnådde eftersom avkastningen för perioden i genomsnitt var 5,3 procent per år (tabell 3.13). Det kortsiktiga målet är ettårigt och uppgick för 2011 till 7,7 procent, vilket inte heller uppnåddes genom fondens avkastning på -6,9 procent. Dessa mål baseras på reporänta plus en riskpremie.

Tabell 3.13 Sjätte AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)

	2011	2010	2003–2011
Total avkastning efter kostnader	-6,9	9,4	5,3
Avkastningsmål	7,7	6,5	6,7
Differens	-14,6	2,9	-1,4

Utöver dessa två mål har fonden t.o.m. 2011 haft mål för fondens investeringsverksamhet. Målet för investeringsverksamheten utgick från avkastningsmålen för alla enskilda investeringar i portföljen och summerades till ett mål för samtliga investeringar. Avkastningsmålen baserades på fondens riskpremiemodell, i vilken hänsyn togs till portföljbolagens bransch och utvecklingsfas. Det långsiktiga målet för fondens investeringsverksamhet var för perioden 2003–2011 8,2 procent per år (tabell 3.14). Avkastningen i fondens investeringsverksamhet

uppgick under motsvarande period till 7,0 procent per år, vilket innebär att målet inte nåddes.

Mot bakgrund av att Sjätte AP-fonden är en sluten fond har en uppdelning gjorts mellan fondens kärnverksamhet (*investeringsverksamheten*) och fondens likviditetshantering (*internbanken*). Vid utgången av 2011 hade 17 348 miljoner kronor (20 070 miljoner kronor föregående år) investerats i fondens kärnverksamhet. Därutöver uppgick fondens investeringsåtaganden till 2 735 miljoner kronor (2 594 miljoner kronor föregående år).

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick till 143 miljoner kronor för 2011 (167 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,74 procent av ett genomsnittligt fondkapital under året (0,88 procent föregående år). Huvuddelen av kostnaderna avser investeringsverksamheten, inom vilken en betydande andel hänförs till investeringar i onoterade tillgångar som kan bedömas vara särskilt kostnadskrävande. Till detta kommer utgifter på sammanlagt 175 miljoner kronor (231 miljoner kronor föregående år) som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som kostnad. Inga prestationsbaserade avgifter för extern förvaltning har betalats under året (0,9 miljoner kronor föregående år). Sådana avgifter utbetalas om den externa förvaltningen uppnår en avkastning som överstiger en viss överenskommen nivå. Eftersom fonden inte överträffade sitt avkastningsmål för 2011 utbetalades ingen rörlig ersättning till fondens anställda, exklusive vd och ledningsgrupp, som omfattas av fondens incitamentsprogram om högst två månadslöner (föregående år utbetalades 2,8 miljoner kronor).

Investeringsverksamheten

Sjätte AP-fonden investerar i små och medelstora företag huvudsakligen på den svenska marknaden, uppdelat på tre segment: mogna bolag, expansionsbolag och noterade småbolag. Investeringarna sker både direkt, genom hel- eller delägande, och indirekt, genom investeringar i riskkapitalfonder och investmentbolag. Investeringsverksamheten var under 2011 indelad i tre affärsområden; Företagsinvesteringar, Fondinvesteringar och Life Science. Från och med 2012 ingår affärsområdet Life Science i Företagsinvesteringar. Sjätte AP-fonden har under 2011, delvis som en konsekvens av fondens nya strategi, genomfört en renodling av portföljen och omvärderingar av innehav.

Drygt hälften av investeringarna utgörs av direkta investeringar i företag (*företagsinvesteringar*) och knappt hälften av indirekta investeringar (*fondinvesteringar*). Direktinvesteringar sker antingen i form av egna investeringar eller genom saminvesteringar med affärspartners, huvudsakligen i svenska små och medelstora företag. Investeringarna sker både i noterade och onoterade tillgångar. Fondinvesteringar avser förvärv av andelar i fonder som investerar i noterade eller onoterade företag i Sverige eller Norden samt aktier i investmentbolag som investerar i svenska och nordiska små och medelstora företag inom segmenten mogna bolag, expansionsbolag och noterade småbolag.

Tabell 3.14 Sjätte AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)

	Mål	
	2003–2011	2003–2011
Mogna bolag	16,5	7,7
Expansionsbolag	-16,0	9,9
Noterade småbolag	10,5	6,9
Totalt investeringsverksamheten	7,0	8,2
Total avkastning efter kostnader	5,3	6,7

Not. Avkastning per segment redovisas före kostnader. Avkastningen för noterade småbolag avser perioden 2006–2011.

Det största bidraget till fondens resultat 2011 kom från investeringar i mogna bolag (1 104 miljoner kronor) som haft en genomsnittlig avkastning på 16,5 procent per år under perioden 2003–2011 (tabell 3.14). Till följd av genomgången och renodlingen av fondens investeringar gjordes omfattande nedskrivningar under året. Fondens investeringar i expansionsbolag uppvisade under 2011 ett negativt resultat på -2 087 miljoner kronor, med en genomsnittlig avkastning på -16,0 procent per år sedan 2003. Även noterade småbolag uppvisade ett negativt resultat 2011 (-354 miljoner kronor). Den genomsnittliga avkastningen på 10,5 procent per år 2006–2011 överstiger dock fondens mål.

Tabell 3.15 Sjätte AP-fondens avkastning och exponering (procent per år resp. mnkr)

	Avkastning före kostnader	Marknadsvärderat kapital	
	2007–2011	Mkr	%
Företagsinvesteringar	2,6	9 443	50,9
Fondinvesteringar	6,4	6 964	37,5
Life Science	-18,8	941	5,1
Interbank och riskhantering		1 171	6,3
Centralt		29	0,2
Totalt	1,5	18 548	100

Not. Total avkastning redovisas efter kostnader. Investerat kapital avser utgången av 2011.

Ungefär hälften av fondens medel är investerat direkt i företag (tabell 3.15). Affärsområdet *Företagsinvesteringar* rymmer dels mogna bolag, dels expansionsbolag, sammantaget var resultatet -0,9 miljarder kronor före kostnader 2011. Under den senaste femårsperioden (2007–2011) uppgår den genomsnittliga avkastningen före kostnader till 2,6 procent per år. Inom ramen för fondens genomgång av portföljen under 2011 har ett antal avyttringar och omvärderingar skett. Fondens innehav i Meca, som under året såldes till Mekonomen (vid årsskiftet kvarstod prövning av konkurrensmyndighet), påverkade resultatet positivt med 500 miljoner kronor. Merparten av genomgången resulterade dock i nedvärderingar i expansionsbolagen om sammantaget 2 038 miljoner kronor, varav den enskilt största förlusten (-585 miljoner kronor) uppstod i rekonstruktionen av företaget Terrestrial Broadcasting Investments AB, som var verksamt inom nationella digitaliseringar inom markburen tv. De största företagsinvesteringarna, Norrporten och Volvofinans, bidrog positivt till resultatet (278 respektive 80 miljoner kronor), medan

investeringarna i de noterade bolagen Lindab och Q-cells bidrog negativt (-408 respektive -39 miljoner kronor). Skr. 2011/12:130

I affärsområdet *Fondinvesteringar* sker investeringar i fonder med inriktning mot dels onoterade företag i expansionsfas eller mogen fas, dels noterade små och medelstora företag. Affärsområdet, som under 2011 uppvisade ett resultat på 377 miljoner kronor före kostnader, är uppdelat i de tre segmenten Venture capital (expansionsbolag), Buy-out (mogna företag) och noterade småbolag. Störst bidrag kom från fondinvesteringar i mogna bolag (670 miljoner kronor), följt av expansionsbolag (55 miljoner kronor). Investeringarna i noterade småbolag, som sker genom extern förvaltare, följde utvecklingen på aktiemarknaden under året och bidrog med -353 miljoner kronor till fondens resultat. Fondinvesteringar är det affärsområde som har haft högst avkastning under den senaste femårsperioden, i genomsnitt 6,4 procent per år före kostnader.

Inom *Life Science* sker långsiktiga investeringar i företag som verkar inom läkemedel, bioteknik och medicinteknik. Investeringarna sker direkt i företag eller genom riskkapitalfonder. Mot bakgrund av att det har tagit längre tid än förväntat att utveckla företagen inom detta segment och att fonderna är nära en avtalsmässig stängning har fonderna inom SLS Venture ombildats till investmentbolag, SLS Invest AB (SLS). Sjätte AP-fondens bedömning är att det krävs ytterligare två till tre år innan bolagen eventuellt kan påvisa en stabil intjäning. Investeringarna inom SLS har under 2011 nedvärderats med 742 miljoner kronor, vilket ingår i nedvärderingen av expansionsbolag på sammanlagt 2 038 miljoner kronor. Avkastningen uppgår under femårsperioden 2007–2011 till -18,8 procent per år före kostnader.

Internbanken

Internbanken hanterar den likviditetsreserv som fonden håller för att genomföra ny- och tilläggsinvesteringar samt för att täcka andra kapitalbehov i befintliga företag. Behovet uppstår till följd av att Sjätte AP-fonden är en sluten fond. Investeringar av internbankens medel görs främst i aktier och räntebärande tillgångar till en låg risk. Internbanken har också i uppgift att hantera de finansiella risker som uppstår i verksamheten samt att vid behov låna upp kapital. Fonden har en kreditfacilitet för kortsiktigt finansieringsbehov om 3 miljarder kronor, vilken var outnyttjad vid utgången av året. Sjätte AP-fonden har rätt att ta upp kredit hos en kreditinrättning eller hos Första-Fjärde AP-fonderna för att tillgodose ett tillfälligt penningbehov.

Vid utgången av 2011 förvaltade internbanken tillgångar om 1 171 miljoner kronor. Resultatet under året uppgick till 46 miljoner kronor.

Sjätte AP-fondens utvärdering

Enligt lag är Sjätte AP-fonden ålagd att utvärdera styrelsens förvaltning av fondmedlen, med utgångspunkt i de mål som fonden har fastställt för sin placeringsverksamhet. Årets utvärdering avser resultatet för 2011

samt analys och uppföljning av fondens mål över den tid Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet, i dess nuvarande form, varit i bruk (2003–2011) och över den senaste tioårsperioden (2002–2011). Utvärderingen utgår från de lagstadgade målen för Sjätte AP-fonden och styrelsens tolkning av uppdraget: att Sjätte AP-fonden ska skapa långsiktigt hög avkastning och hålla en tillfredsställande riskspridning genom placeringar på riskkapitalmarknaden.

Sjätte AP-fonden fick under 2011 delvis ny styrelse och ny vd. Ett arbete har genomförts avseende fondens strategi och placeringsinriktning. Styrelsen har fastställt ett nytt mål för fonden som tas i bruk från 2012 (se ovan) och ett mål för likviditetsreserven, att den normalt ska uppgå till 5–10 procent av fondkapitalet. Fonden planerar att under 2012 utveckla relevanta riskmått för investeringsverksamheten. En viktig del i arbetet är att ta fram modell för analys av likviditetsrisk och likviditetsplanering.

För perioden 2003–2011 uppgår avkastningen på hela fondkapitalet till 5,3 procent per år, vilket understiger fondens mål på 6,7 procent per år. För tioårsperioden 2002–2011 är avkastningen en procent per år. Inom investeringsverksamheten uppgick avkastningen 2003–2011 till 7,0 procent per år, vilket understiger fondens mål på 8,2 procent per år. Fondinvesteringar har överträffat målet, medan avkastningen i direktinvesteringar inte når upp till målet. Det senare förklaras främst av den stora nedvärderingen av investeringar i bolag i expansionsfas som gjordes 2011. Segmentet expansionsbolag har haft en avkastning på -16,0 procent per år 2003–2011 (-16,9 procent per år 2002–2011). Däremot har investeringar inom segmentet mogna bolag uppvisat en avkastning på 16,5 procent per år 2003–2011 (14 procent per år 2002–2011), vilket initierat fondens nya strategi med ökat fokus på mogna bolag.

I termer av riskspridning beskrivs en diversifierad portfölj med exponering både direkt och indirekt mot nästan 250 företag inom olika branscher, storlek på företag, utvecklingsfas, geografi och investeringstillfällen. Investeringarna sker dels genom knappt 20 fondförvaltare och 40 fonder, dels i ett 70-tal företag. Vid årets utgång svarade investeringarna i mogna bolag för 73 procent av fondkapitalet.

I utvärderingen ingår också en marknadsanalys som inkluderar investeringar respektive kapitalanskaffning på riskkapitalmarknaden, uppdelat på buy-out och venture capital, inom Sverige och Norden under perioden fr.o.m. 2007 respektive 2001. Både på den svenska och nordiska marknaden har investeringstakten och kapitalanskaffningen inom buy-out varit hög under 2011, medan investeringstakten i venture capital minskat eller varit låg under senaste åren.

3.3 Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden förvaltar två fonder i premiepensionssystemet, de s.k. byggstensfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Fonderna 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). AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond ersatte de

två tidigare fonderna Premiesparfonden och Premievalsfonden. Premiesparfonden var det tidigare förvalsalternativet för de premiepensionssparare som inte hade valt en annan fond. Genom reformeringen infördes ett förvalsalternativ med generationsprofil – AP7 Såfa – som i praktiken är en s.k. generationsfond med en sammansättning som avspeglar premiepensionsspararens ålder. Upp till 55 år består Såfa av enbart aktiefonden, för att sedan, upp till 75 år, minska till en tredjedel aktiefond och två tredjedelar räntefond. Sjunde AP-fonden erbjuder totalt sex placeringsalternativ. Förutom AP7 Såfa och de två fonderna är det en kombination av aktie- respektive räntefonden i de tre portföljerna offensiv (75 procent aktiefond), balanserad (50 procent aktiefond) och försiktig (33 procent aktiefond).

AP7 Såfa

Vid utgången av 2011 hade förvalsalternativet Såfa (Statens årskullsförvaltningsalternativ) knappt 2,8 miljoner premiepensionssparare. Målet, som fastställts av fondens styrelse, är att Såfa ska uppnå en avkastning som är minst lika bra som genomsnittet av de privata fonderna i premiepensionssystemet. För vilken tidsperiod målet ska utvärderas framgår inte i årsredovisningen, men resultatet redovisas för det senaste året och för förvalsalternativet sammantaget (AP7 Såfa och föregångaren Premiesparfonden) sedan hösten 2000 då premiepensionssystemet trädde ikraft. För det tidigare förvalsalternativet Premiesparfonden var målet även, till följd av tidigare lagkrav, en lägre risk (mätt som avkastningens standardavvikelse) än den genomsnittliga risknivån i övriga fonder i premiepensionssystemet.

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, *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 stängningskursmodellen erhålls konsistenta jämförelser med jämförelseindex.

Avkastningen i AP7 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 2011 uppgick avkastning i AP7 Såfa till -10,5 procent mätt enligt NAV-kursmodellen (tabell 3.16). För de privata pensionsfonderna uppgick avkastningen i genomsnitt till -10,4 procent.

För perioden sedan starten 2000 till utgången av 2011 var den genomsnittliga avkastningen för förvalsalternativet (beräknat över elva år och två månader) 0,1 procent per år, och den genomsnittliga avkastningen i de privata fonderna -0,4 procent per år.

Tabell 3.16 Förvalsalternativets avkastning (NAV-kurser, procent per år)

Skr. 2011/12:130

	2011	2010	2009	2008	2007	2000–2011
Förvalsalternativet	-10,5	14,8	35,1	-36,2	4,7	0,1
Privata fonder	-10,4	10,3	35,0	-34,5	5,8	-0,4
Differens	-0,1	4,5	0,1	-1,7	-1,1	0,5

Not. Förvalsalternativet avser AP7 Såfa från och med den 24 maj 2010, dessförinnan Premiesparfonden. Privata fonder avser genomsnittliga avkastningen i de privata premiepensionsfonderna. Avkastningen för perioden 2000–2011 redovisas i årsredovisningen som total avkastning, genomsnittlig avkastning har förenklat beräknats baserat på en period av elva år och två månader (skattning av den tidsperiod sedan förvaltningen inom premiepensionssystemet startade under hösten 2000).

AP7 Aktiefond

Vid utgången av 2011 uppgick det förvaltade kapitalet i aktiefonden till 98 857 miljoner kronor. Avkastningen under året uppgick till -11,5 procent enligt NAV-kursmodellen.

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 fondens jämförelseindex. På den grunden har styrelsen beslutat om fondens strategiska inriktning. Strategin är att (i) investera fondkapitalet globalt i aktier och aktierelaterade finansiella instrument med branschmässig spridning (basportföljen), (ii) öka möjligheterna till hög avkastning och därmed risken genom att använda hävstång i portföljen och (iii) ytterligare öka möjligheterna till hög avkastning genom aktiv förvaltning på vissa utvalda marknader. Basportföljen består av 97 procent globala aktier och tre procent riskkapitalinvesteringar. Basportföljen förvaltas i huvudsak passivt genom externa förvaltare. Exponering mot tillväxtmarknader skapas dock med strukturerade produkter (s.k. notes) som består av en kombination av derivat och obligation. Derivatet är kopplade till index på aktiemarknaderna i ett antal tillväxtländer.

Hävstången i portföljen har under 2011 tillåtit att variera mellan 100 och 170 procent av den underliggande marknadsrisken, men med ett riktmärke (normal hävstång) på 150 procent. Vid utgången av 2011 uppgick hävstången till 154,8 procent av fondkapitalet, dvs. den s.k. dynamiska hävstången (avvikelsen från den normala hävstången) uppgick till 4,8 procent av fondkapitalet. Från och med februari 2012 har styrelsen begränsat utrymmet för den dynamiska hävstången.

Jämförelseindex baseras på ett globalt aktieindex multiplicerat med 1,5 (normalnivå för aktieexponeringen) minus kostnaden för hävstången. Jämförelseindex justeras också så att de bolag som Sjunde AP-fonden enligt sin etik- och miljöpolicy inte investerar i exkluderas.

Mätt enligt stängningskursmodellen uppgick avkastningen i aktiefonden under 2011 till -11,8 procent (tabell 3.17). Avkastningen i fondens jämförelseindex uppgick under perioden till -10,5 procent. Eftersom det saknas jämförelse över en längre tidsperiod kan någon slutsats av måluppfyllelse inte dras.

Differensen (-1,2 procentenheter) mot jämförelseindex under perioden förklaras av att avkastningen i fondens basportfölj var 0,4 procentenheter lägre än avkastningen i det globala aktieindex som används, orsakat av

motpartsrisk i de notes fonden investerar i för exponering mot tillväxtmarknader, och på den dynamiska hävstången. Förlusten från den dynamiska hävstången dämpades något av ett positivt resultat i fondens aktiva förvaltning. Det framgår av årsredovisningen att det negativa bidraget från den dynamiska hävstången överstiger det positiva bidraget från samtliga av fondens aktivt förvaltade mandat.

Tabell 3.17 Sjunde AP-fondens avkastning före kostnader (stängningskurser, procent per år)

	2011	24 maj–31 dec 2010
AP7 Aktiefond	-11,8	14,2
Jämförelseindex	-10,5	14,1
Differens	-1,2	0,1
AP7 Räntefond	3,5	-0,4
Jämförelseindex	5,2	-0,3
Differens	-1,7	0,0

Not. På grund av avrundning summerar inte differensen.

AP7 Räntefond

Vid utgången av 2011 uppgick det förvaltade kapitalet i räntefonden till 6 657 miljoner kronor. Avkastningen för perioden uppgick till 3,4 procent enligt NAV-kursmodellen.

För AP7 Räntefond har Sjunde AP-fondens styrelse fastställt målet att fondens avkastning minst ska motsvara avkastningen för fondens jämförelseindex. På den grunden har styrelsen beslutat om fondens strategiska inriktning. Strategin är att placera fondkapitalet i främst svenska ränterelaterade finansiella instrument med låg kreditrisk och att den genomsnittliga räntebindningstiden i normalläget ska vara högst tre år. Fonden förvaltas internt och passivt, med avvikelser som följer av gällande placeringsregler för investeringsfonder. Vid utgången av 2011 bestod portföljen av svenska statsobligationer och svenska säkerställda obligationer. För perioden uppgick avkastningen, mätt enligt stängningskursmodellen, till 3,5 procent vilket var 1,2 procentenheter lägre än avkastningen i fondens jämförelseindex (tabell 3.17).

Kostnader

Förvaltningsavgiften uppgår i AP7 Aktiefond till 0,15 procent av förvaltad kapital och i AP7 Räntefond till 0,09 procent. Avgiften från fonderna betalas till fondförvaltaren, i detta fall Sjunde AP-fonden. Under 2011 uppgick avgifterna till sammanlagt 150 miljoner kronor (138 miljoner kronor föregående år). Fondens kostnader var under året 117 miljoner kronor (136 miljoner kronor föregående år). Årets resultat var 31 miljoner kronor (1 miljon kronor föregående år), vilket minskade fondens ackumulerade underskott till 127 miljoner kronor.

I syfte att fördela de kostnader som är förenade med att starta fondens verksamhet över flera generationer av pensionssparare, disponerar Sjunde AP-fonden en kredit i Riksgäldskontoret. Någon prognos över återbetalning av krediter ingår inte i årsredovisningen.

4 Utvärdering av AP-fondernas verksamhet

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

- mål och andra strategiska beslut som har fattats av respektive AP-fonds styrelse,
- fondernas operativa förvaltning som den kan mätas genom fondernas avkastning i förhållande till jämförelseindex och
- övriga förvaltningsfrågor som i år innefattar AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik och regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna.

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

Utvärderingen av styrelsernas strategiska beslut baseras mot denna bakgrund på hela perioden under vilken nuvarande placeringsregler har varit i praktiskt bruk, dvs. fr.o.m. 2001 för Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna respektive 1997 för Sjätte AP-fonden. En anpassning har dock gjorts beroende på tidpunkten när fonderna har genomfört förändringar med anledning av det nya regelverket eller förändrat målet för verksamheten på ett mer genomgripande sätt. Till följd av det tar utvärderingen av Första–Fjärde AP-fonderna sin utgångspunkt i halvårsskiftet 2001, medan Sjätte AP-fonden kan utvärderas på ett mer konsistent sätt fr.o.m. 2003. Utvärderingen av Sjunde AP-fonden tar sin utgångspunkt i slutet av 2000 då de första valen gjordes inom premiepensionssystemet samt med beaktande av förändringarna i premiepensionssystemet fr.o.m. maj 2010.

Det har under en följd av år skett en fortlöpande förskjutning av tyngdpunkten i regeringens utvärderingar genom att styrelsernas strategiska beslut har uppmärksammats i växande grad, på bekostnad av fondernas operativa förvaltning. Förändringen motiveras av den begränsade betydelse som operativ förvaltning har visat sig ha för fondernas långsiktiga avkastning – vare sig denna bedrivs aktivt eller passivt – jämfört med de strategiska besluten som bereds av fondernas organisationer och därefter fastställs av fondernas styrelser. Av det följer att AP-fondernas strategiska beslut också har störst betydelse för pensionssystemet och fullgörandet av fondernas förvaltningsuppdrag. Att strategin har större betydelse för det slutliga resultatet än valet av aktiv

eller passiv förvaltning gäller för övrigt inte bara AP-fonderna utan mer generellt i samband med förvaltning av långsiktigt pensionskapital.

Utvärderingen av styrelsernas strategiska beslut baseras på fondernas totala avkastning i ett långsiktigt perspektiv. Tidsperioden för utvärdering överstiger för första gången tio år för Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna. Det skulle kunna övervägas att utvärdera fondernas strategiska beslut över en tioårsperiod tillsammans med uppföljning av fondernas långsiktiga resultat sedan starten. Även i år utvärderas dock fondernas strategiska beslut över hela perioden sedan starten. För Första–Fjärde AP-fonderna uppgår perioden till tio och ett halvt år, för Sjätte AP-fonden till 15 respektive 9 år och Sjunde AP-fonden till 11 år.

Fondernas operativa förvaltning utvärderas exklusive tillgångar som inte kan marknadsvärderas löpande. Det innebär att onoterade tillgångar, såsom fastigheter och onoterade aktier, exkluderas. Eftersom den aktiva avkastningen exkluderar onoterade tillgångar, har det inte varit möjligt att fördela kostnaderna på ett rättvisande sätt. Fondernas operativa förvaltning utvärderas därför baserat på en avkastning beräknad före förvaltningskostnader.

Vid utvärdering av AP-fondernas operativa förvaltningsresultat jämförs portföljernas avkastning med avkastningen på de marknader där fonderna placerat medel. En marknadsvärdering av tillgångarna medför att resultatet kan variera kraftigt från år till år. Sett över en längre period tenderar sådana tillfälliga fluktuationer i resultatet att utjämnas. Utvärderingsperioden bör därför sträcka sig över flera år. En alltför lång utvärderingsperiod kan dock försvaga kopplingen mellan prestation och utfall och medföra felaktiga incitament i förvaltningen, varför femåriga perioder har befunnits vara en lämplig avvägning.

Sjätte AP-fonden har ett, i förhållande till övriga buffertfonder, specialiserat uppdrag att investera fondmedlen på riskkapitalmarknaden, framför allt i små och medelstora svenska företag. Fonden har en obegränsad möjlighet till direktinvesteringar i och majoritetsägande av företag, vilket skapar en mer operativt kommersiell verksamhet jämfört med övriga AP-fonder som är finansiellt orienterade. Mot den bakgrunden har det inte bedömts tillföra något mervärde att separera utvärderingen av Sjätte AP-fondens resultat mellan å ena sidan strategiska beslut och å andra sidan operativ förvaltning. Resultatet för fonden analyseras därför samlat.

Sjätte AP-fonden är inriktad mot förvaltning av aktier i små och medelstora bolag och har betydande innehav av onoterade aktier. Denna förvaltning utvärderas i enlighet med branschens riktlinjer (se faktaruta i anslutning till avsnitt 4.3).

Sjunde AP-fondens förvaltning utvärderas på grundval av fondkurser (NAV-kurser) eller motsvarande, vilka inkluderar samtliga tillgångsslag. Sjätte och Sjunde AP-fondernas avkastning är i vissa fall beräknad efter kostnader.

Till grund för regeringens utvärdering av AP-fondernas förvaltningsverksamhet ligger ett underlag från McKinsey (*bilaga 8*). McKinsey har, med utnyttjande av Regeringskansliets ramavtal, fått detta uppdrag för 2009–2012. I förhållande till tidigare år har uppdraget till McKinsey varit begränsat, dels till följd av att granskning av AP-fondernas redovisade avkastning och val av jämförelseindex sedan

2011 ingår i uppdraget till AP-fondernas revisorer, dels för att regeringen valt att inte innefatta något fördjupningsområde denna gång. Det medför att utvärderingen avseende 2011 inte är lika omfattande, vilket motiveras av den pågående Buffertkapitalsutredningen som allsidigt ska belysa frågor om buffertkapitalets förvaltning.

4.1 Buffertfonderna i pensionssystemet

Regeringens bedömning: Sedan starten 2001 överstiger buffertkapitalets avkastning ökningen i inkomstindex. Buffertkapitalet har därmed bidragit positivt till pensionssystemets finansiering under perioden.

Utvecklingen sedan 2001 illustrerar nyttan av riskspridning, eftersom placeringar i riskfyllda tillgångar inte har gett förväntad utdelning.

Regeringens bedömning i föregående års skrivelse: Under de första tio åren med nuvarande regler har buffertkapitalet varierat kraftigt. Det är en konsekvens av utvecklingen på de finansiella marknaderna under en period då risktagande inte har gett förväntad utdelning. Att buffertkapitalets tillväxt ändå har bidragit till pensionssystemets finansiering, genom en långsiktig avkastning som överstiger inkomstindex, måste ses som positivt och understryker nyttan av riskspridning.

Avkastningen i Sjunde AP-fondens förvalsalternativ, som har överträffat den genomsnittligt valda fonden i premiepensionssystemet sedan starten 2000, understiger fortfarande inkomstindex med en betydande marginal. Förväntningar om att premiepensionen på längre sikt ska tillföra ett värde i förhållande till inkomstpensionen har hittills inte infriats. Förklaringen ligger i att premiepensionssparare har påverkats än mer av utvecklingen på de finansiella marknaderna genom en högre grad av sparande i aktier.

McKinsey: Buffertkapitalet har bidragit positivt till balansen i inkomstpensionssystemet sedan starten 2001 genom att avkastningen har överstigit inkomstindex. Fram till 2007 balanserade inkomstpensionssystemet varje år. Skulderna växte fram till 2007 mer än avgiftstillgångarna men buffertfondernas utveckling gjorde att systemet balanserade. Under 2008 och 2009 balanserade inte systemet, vilket framför allt berodde på att skulderna växte snabbare än avgiftstillgången, men buffertfondernas utveckling 2008 bidrog också. Balanstalet, som överstiger 1,0 sedan 2010, har stärkts under 2011 (1,0198). Detta är framför allt en effekt av ökad sysselsättning, som innebär att avgiftstillgången ökar, och av den automatiska balanseringen som inneburit en nedskrivning av pensionsskulden 2010 och 2011.

Buffertfondernas höga andel noterade aktier i portföljen, i genomsnitt 50 procent av fondkapitalet i slutet av 2011, innebär att utvecklingen på aktiemarknaderna i hög utsträckning påverkar fondernas avkastning. Utvecklingen på aktiemarknaderna under perioden från starten (2001–2011) innebär att fondernas höga andel svenska aktier och aktier i tillväxtmarknader har bidragit positivt till fondernas resultat. Dock har

både svenska och utländska räntebärande tillgångar genererat en högre avkastning än svenska och utländska noterade aktier under perioden. I ett historiskt perspektiv är 2001–2011 en unikt svag period för investeringar i noterade aktier drivet av tre större börsfall.

I förhållande till ett urval av utländska pensionsfonder med liknande uppdrag genererade buffertfonderna under 2011 en lägre avkastning än de flesta av de jämförda fonderna. Vidare understeg buffertfondernas avkastning under femårsperioden 2007–2011 genomsnittet för de jämförda fonderna.

Skälen för regeringens bedömning

Bidrag till pensionssystemets finansiering

Buffertkapitalet i inkomstpensionssystemet uppgick till 872,6 miljarder kronor vid utgången av 2011. Den ackumulerade avkastningen sedan den 1 januari 2001³ uppgick till 270 miljarder kronor eller 3,4 procent per år. Drivet av tre stora börsfall, it-bubblan 2001 och 2002, finanskrisen 2008 och den senaste nedgången under andra halvåret 2011 har aktier i ett historiskt perspektiv haft en svag utveckling under perioden. Risktagande genom investeringar i aktier har inte gett förväntad utdelning. Avkastningen i buffertkapitalet överstiger dock ökningen i inkomstindex, som under perioden 2001–2011 i genomsnitt uppgått till 3,1 procent per år.

I förhållande till föregående år har resultatet för perioden sedan starten försvagats, vilket förklaras av den negativa utvecklingen på aktiemarknaderna under 2011. Under 2011 uppgick avkastningen på svenska aktier till i genomsnitt -13,1 procent (SBX), utländska aktier -1,2 procent (MSCI World exklusive valutasäkring) och aktier på tillväxtmarknaderna -16,1 procent (MSCI Emerging markets exklusive valutasäkring). Sjätte AP-fonden påverkas i lägre grad av utvecklingen på aktiemarknaderna, eftersom fonden har en hög andel onoterade innehav. En större nedvärdering av fondens portfölj resulterade emellertid i ett negativt resultat 2011 (se avsnitt 4.3).

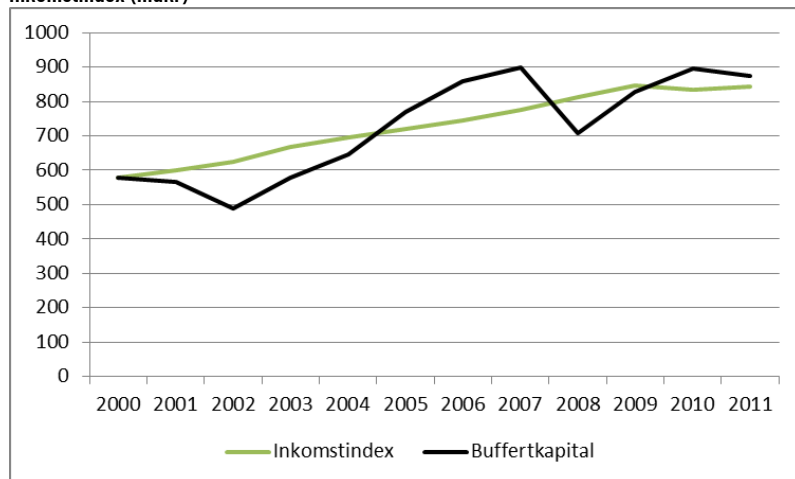
Riskspridningen i buffertkapitalet, bl.a. genom investeringar i räntebärande tillgångar, har bidragit positivt till fondkapitalets utveckling. Det är en konsekvens av att svenska och utländska räntebärande värdepapper haft en högre genomsnittlig avkastning än svenska och utländska noterade aktier sedan 2001. Nyttan av riskspridningen har varit tydlig under de år då aktiemarknaderna utvecklats negativt, genom att dämpa nedgångarna i buffertkapitalet. Detta framgick under 2001, 2002, 2008 och 2011. Denna effekt märks också i en jämförelse av utvecklingen i premiepensionssystemet som har en högre andel av fondkapitalet i noterade aktier. Å andra sidan har Första–Fjärde AP-fonderna inom sina investeringar i noterade aktier en lägre riskspridning än t.ex. Sjunde AP-fonden i premiepensionssystemet, som har en global riskspridning inom noterade aktier.

³ I detta avsnitt utvärderas buffertfondernas bidrag till pensionssystemet fr.o.m. 1 januari 2001, dvs. under den period som buffertfonderna har ingått i pensionssystemet med nuvarande regler.

Det ska noteras att bedömningen av nyttan av riskspridning inte är en bedömning av gällande placeringsregler för AP-fonderna, vilka utvärderas av Buffertkapitalsutredningen. Riskspridning förutsätter inte kvantitativt utformade placeringsregler.

Buffertfondernas bidrag till pensionssystemets finansiering kan utvärderas utifrån fondernas avkastning i relation till inkomstindex som ligger till grund för uppräkningsreglerna i systemet. Buffertkapitalets genomsnittliga avkastning för hela perioden 2001–2011 överstiger inkomstindex (3,4 procent per år i förhållande till 3,1 procent per år), men med betydande variation över tiden (figur 4.1).

Figur 4.1 Buffertfondernas avkastning (fondkapitalets förändring i mdkr) i jämförelse med inkomstindex (mdkr)



Not. Fondkapitalet vid utgången av året.

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

Nedgången på aktiemarknaden i början av 2000-talet (it-bubblan) medförde negativa resultat för buffertfonderna under de två första åren av perioden (2001 och 2002). Trots att buffertfonderna uppvisade positiv avkastning därefter dröjde det till 2005 innan buffertfondernas ackumulerade avkastning översteg inkomstindex. Buffertkapitalet växte mer än inkomstindex t.o.m. 2007. Den positiva trenden kunde dock inte kompensera för buffertfondernas förluster i samband med finanskrisen 2008, vilka uppgick till sammanlagt 195 miljarder kronor. En betydande del av förlusterna återhämtades 2009 och buffertkapitalets ackumulerade avkastning var då nästan i nivå med inkomstindex. Från och med 2010 överstiger återigen buffertfondernas ackumulerade avkastning inkomstindex. Buffertfondernas negativa resultat 2011 medförde att den ackumulerade avkastningen minskade jämfört med 2010, men resultatet överstiger fortfarande inkomstindex.

Jämförelsen kan också presenteras enligt tabell 4.1. Där framgår buffertfondernas årliga resultat i förhållande till det (simulerade) resultat som skulle ha uppkommit om buffertkapitalet i stället hade förräntats med inkomstindex. Resultatet framgår i kolumn Differens och den

ackumulerade skillnaden mellan fondernas verkliga utfall och en uppräknig av kapitalet enligt inkomstindex i kolumnen Ackumulerade differens. Den ackumulerade differensen för buffertkapitalet kan sättas i relation till samlade över- och underskott i inkomstpensionssystemet.

Tabell 4.1 Buffertfondernas bidrag till pensionssystemets finansiering (mdkr)

	Utfall (resultat buffertfonderna)	Simulerade resultat (inkomstindex)	Differens	Ackumulerad differens	Netto pensions- systemet
2001	-26	8,2	-34,2	-34,2	
2002	-85,6	17,5	-103,1	-137,3	60
2003	80,8	33,3	47,5	-89,8	58
2004	63,7	22,7	41,0	-48,9	9
2005	113,7	16,8	96,9	48,1	28
2006	82,5	19,5	63,0	111,0	100
2007	36,6	23,9	12,7	123,7	18
2008	-194,7	34,9	-229,6	-105,9	-243
2009	135,6	49,9	85,7	-20,2	-323
2010	84,0	2,5	81,5	61,3	103
2011	-17,3	15,8	-33,1	28,2	157

Källa: Egna beräkningar. Simulerade resultat baseras på antagandet att fondkapitalet växer över tid med årliga nettoflöden och därutöver med en avkastning som motsvarar inkomstindex. Netto pensionssystemet visar över/underskott i pensionssystemet.

Analysen visar att under de fyra första åren när buffertkapitalet utvecklades sämre än inkomstindex var inkomstpensionssystemet ändå i balans genom att uppvisa överskott. År 2005 var dock överskottet i pensionssystemet endast 28 miljarder kronor, dvs. mindre än det ackumulerade överskottet från buffertkapitalet i förhållande till inkomstindex (48 miljarder kronor). Det betyder att buffertkapitalets ackumulerade avkastning bidrog till att den automatiska balanseringen inte aktiverades 2005. Även de följande två åren (2006 och 2007) bidrog buffertkapitalets avkastning till att balanseringen i systemet inte aktiverades. Buffertfondernas negativa resultat 2008 (-195 miljarder kronor) bidrog emellertid till att aktivera balanseringen det året. Det bör noteras att påfrestningarna i pensionssystemet under både 2008 och 2009 var så omfattande att inte heller en rimligt positiv utveckling av buffertkapitalet under de åren hade kunnat hindra den automatiska balanseringen från att aktiveras. År 2010 uppvisade inkomstpensionssystemet ett positivt resultat på 425 miljarder kronor till följd av nedskrivning av pensionsskulden (den automatiska balanseringen) och värdetillväxt i buffertfonderna. För 2011 var resultatet också positivt (54 miljarder kronor) och förklaras av att avgiftstillgången ökade mer än pensionsskulden. Den negativa avkastningen i buffertkapitalet under 2011 innebär att den ackumulerade differensen från starten 2001 mellan buffertkapitalets utveckling och en alternativ uppräknig enligt inkomstindex har försvagats under 2011 men differensen är fortfarande positiv. Detta betyder att buffertkapitalet lämnat ett positivt bidrag till inkomstpensionssystemets finansiering.

Från och med 2008 beräknas balanstalet baserat på ett medelvärde av buffertkapitalet under de tre senaste åren. Effekten av nedgången i buffertkapitalet under 2008 dämpades därmed under det året, men

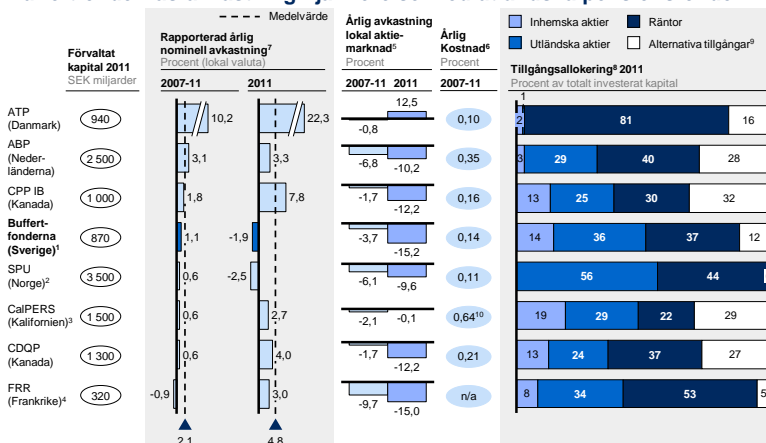
effekten bestod i stället under 2009 och 2010. Under 2011 ökade medelvärdet av buffertkapitalet med 55 miljarder kronor, trots att buffertkapitalet minskade under året med 22 miljarder kronor. Detta är en effekt av att 2008 inte längre ingår i treårsperioden och påverkar beräkningen av balanstalet, inte tillgångarna i pensionssystemet vid utgången av 2011.

Internationell jämförelse

Det kan vara intressant att jämföra buffertfonderna med utländska pensionsfonder som har liknande uppdrag i respektive lands pensionssystem. En direkt jämförelse är dock svår att göra på grund av olika uppdrag och placeringsregler samt valutaeffekter. Utvecklingen på fondernas hemmamarknader har också betydelse genom tendensen att placera en oproportionerlig andel av fondkapitalet på hemmamarknaden (s.k. home bias). McKinsey presenterar ändå en jämförelse med sju utländska pensionsfonder under det senaste året och under den senaste femårsperioden 2007–2011 (figur 4.2). Det bör noteras att jämförelser liknande denna bör tolkas med försiktighet.

Figur 4.2 Buffertfondernas avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder

Buffertfondernas avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder



1 AP1-4 och AP6; 2 Q1-Q3 för 2011; 3 November 2010 – oktober 2011; 4 December 2010 till juni 2011; 5 Genomsnittlig avkastning MSCI index för respektive land; 6 Genomsnittlig redovisad årlig rörelsekostnad (personal-, förvaltnings- och provisionskostnader); 7. Genomsnittlig inflation 2007-2011 (CAGR); Sverige 1,9% Danmark 2,3%, Frankrike 1,6%, Kanada 1,8%, Nederländerna 1,8%, USA 2,2%, SEK utveckling vs foreign currencies 2007-2011 (CAGR): DKK 0,6%, USD 1,0%, EUR 0,6%, CAD -1,1%; 8 Baserat på faktisk fördelning per 31 dec 2011, alternativt senaste tillgänglig placeringsrapport; 9 Alternativa tillgångar inkluderar bland annat Private Equity, fastigheter, infrastruktur samt derivat och andra kapitallösa mandat; 10 Förklaras delvis av fondens investeringsstrategi med hög andel externa mandat och hög andel alternativa tillgångar. Kostnaderna för extern aktiv förvaltning, konsulter och rådgivare estimeras till cirka 40 baspunkter
KÄLLA: Årsredovisningar; Datastream; McKinsey-analys

Källa: McKinsey.

I förhållande till förra årets jämförelse med utländska pensionsfonder har en fond utgått ur urvalet, varför resultaten mellan åren inte är direkt jämförbara. I likhet med förra året intar buffertfonderna en fjärdeplats i genomsnittlig avkastning under den senaste femårsperioden (2007–2011) men når inte upp till den genomsnittliga avkastningen bland fonderna. Här bör dock noteras att den fond som utgått ur urvalet 2011 under 2010 bidrog till att sänka den genomsnittliga avkastningen bland fonderna. För 2011 utmärker sig buffertfonderna genom att ha den näst lägsta

avkastningen. Det förklaras av buffertfondernas höga andel noterade aktier i kombination med att den svenska aktiemarknaden hade den svagaste utvecklingen bland de hemmamarknader som ingår i jämförelsen. Bara Statens pensionsfond utland (SPU) i Norge har en högre andel av fondkapitalet investerat i noterade aktier och SPU var också den fond med ett sämre resultat 2011. Någon jämförelse med utvecklingen på den inhemska aktiemarknaden är dock inte relevant för SPU eftersom fonden placerar uteslutande i utländska tillgångar.

Faktaruta 4.1 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.

4.2.1 Strategiska beslut

Regeringens bedömning: Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga resultat har försvagats under 2011, till följd av en negativ utveckling på aktiemarknaderna under detta år. Ingen av fonderna når under den längre perioden sedan 2001 upp till styrelsernas mål. Avkastningen överstiger fortfarande inkomstindex, men marginalen har minskat sedan föregående år.

Första–Fjärde AP-fonderna fortsätter att utveckla sina strategier och förvaltningsmodeller i syfte att uppnå en mer stabil avkastning och portföljer som bättre hanterar kraftiga svängningar på marknaderna.

Under 2011 har de fonder som infört nya förvaltningsmodeller kompletterat dessa med metoder för utvärdering av resultaten i enlighet med vad regeringen tidigare har efterfrågat, vilket är positivt. Syftet är att uppnå en god genomlysning och förståelse av bidragen till fondens resultat. Det är därför viktigt att utvärderingen beskriver grunden för fattade beslut och resultaten av dessa. Eftersom fonderna förvaltar allmänhetens pensionskapital är det också viktigt att kommande resultat av utvärdering tillgängliggörs. Regeringen förväntar sig att var och en av Första–Fjärde AP-fonderna redovisar resultatet av sin utvärdering.

Jämförbarheten mellan Första–Fjärde AP-fondernas redovisning av avkastning och risk kan stärkas. Det finns därför utrymme att utveckla fondernas gemensamma redovisningsprinciper, i syfte att åstadkomma ökad jämförbarhet och förbättrad genomlysning.

Regeringens bedömning i föregående års skrivelse: Fondernas långsiktiga resultat fortsätter att stärkas sedan 2008. Avkastningen för var och en av Första–Fjärde AP-fonderna överstiger inkomstindex men når inte upp till de mål som styrelserna har fastställt.

Första–Fjärde AP-fonderna har på olika sätt dragit lärdom av den utmaning som tidvis oroliga marknader har inneburit. Utvecklingen av fondernas förvaltningsmodeller förefaller ha bidragit till ökade skillnader mellan fondernas angreppssätt, om än i mindre grad när det gäller fondernas portföljer. De skillnader som uppstår är i grunden positiva. Samtidigt kvarstår krav på fortlöpande utvärdering för att tillförsäkra en tydlig genomlysning och redovisning av resultaten. Detta följer av uppdraget att förvalta allmänhetens pensionskapital och är även förenligt med god praxis.

En genomgående förändring är ett större mått av flexibilitet när det gäller fondens övergripande exponering mot olika tillgångar och marknader och genom ett utökat inslag av s.k. alternativa investeringar som erbjuder en intressant kombination av avkastning och risk. Regeringen följer utvecklingen och avser att, i ljuset av gjorda erfarenheter och i samråd med Pensionsgruppen (med företrädare för de fem partier som står bakom pensionsöverenskommelsen), se över fondernas regelverk.

McKinsey: Första–Fjärde AP-fondernas avkastning 2011, som varierar mellan -0,7 procent och -2,5 procent, bidrar negativt till fondernas

långsiktiga resultat. Sedan starten, som mäts fr.o.m. juli 2001, har ingen av Första–Fjärde AP-fonderna nått sina mål som varierar mellan 5,5 och 6,4 procent per år. Inte heller för de två senaste femårsperioderna nås målen. Fondernas avkastning överstiger inkomstindex sedan start men inte under den senaste femårsperioden 2007–2011.

Skillnaden mellan fonderna i termer av fondkapital har minskat under den senaste femårsperioden. Skillnaden var som störst 2007 (20 miljarder kronor) och uppgår till 6,6 miljarder kronor 2011. Förklaringen ligger i att Fjärde AP-fonden, som har haft den relativt svagaste avkastningen sedan start, har haft högst genomsnittlig avkastning 2007–2011 (1,6 procent per år) och Andra AP-fonden, som haft högst genomsnittlig avkastning sedan starten, har haft lägst avkastning under senaste femårsperioden (0,7 procent per år).

I jämförelse med urvalet av utländska statliga pensionsfonder (avsnitt 4.1) är skillnaden i avkastning mellan Första–Fjärde AP-fonderna relativt liten. Det förklaras av att skillnaderna mellan var och en av Första–Fjärde AP-fondernas portföljer är mindre än skillnaderna mellan de utländska pensionsfondernas portföljer.

Utvärderingen av AP-fondernas verksamhet de senaste åren indikerar att det finns viktiga utvecklingsmöjligheter både avseende fondernas operativa verksamhet och regelverk.

En fråga är om fonderna ytterligare kan öka samarbetet med andra aktörer (t.ex. utländska statliga pensionsfonder) och/eller sinsemellan för att söka nya investeringsmöjligheter och utveckla nya kompetenser, t.ex. inom alternativa tillgångar och dynamisk allokering där det bedöms svårare att bygga ledande kompetens inom varje enskild fond. En annan fråga är om jämförbarheten och därmed transparensen och lärandet mellan fonderna kan öka genom att införa fler jämförbara nyckeltal.

Det bedöms viktigt att fonderna i fortsättningen följer upp och redovisar resultaten av sina dynamiska allokeringsbeslut. Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna, som särskiljer dynamiska beslut, har utvecklat modeller för uppföljning av resultaten vilka tas i bruk från 2012. Modellerna bedöms lämpliga, men det finns stora skillnader. Det kan övervägas om vissa gemensamma principer för uppföljning av den dynamiska förvaltningen bör utarbetas för att öka transparensen och lärandet.

Det finns en stor förbättringspotential i att säkerställa att fondernas uppdrag och placeringsregler är optimala med hänsyn till fondernas roll i pensionssystemet och utveckling på kapitalmarknaderna under de senaste tio åren. Dessa frågor adresseras av den pågående utredningen av AP-fondernas regelverk.

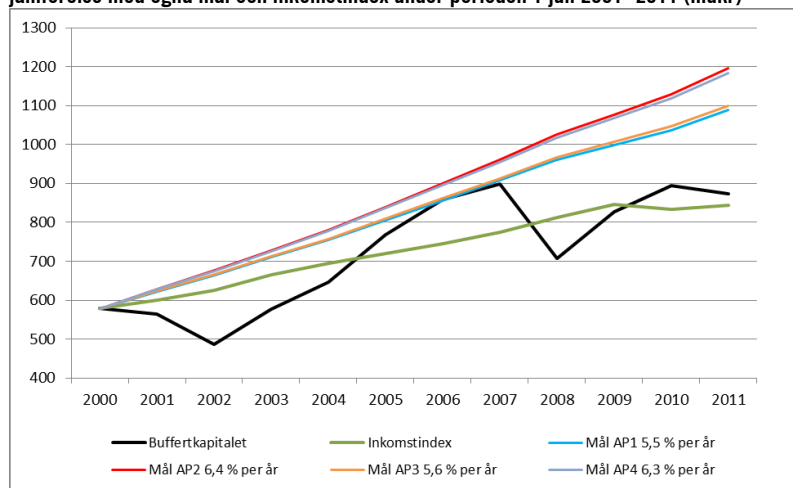
Skälen för regeringens bedömning

Första–Fjärde AP-fonderna

Första–Fjärde AP-fondernas ackumulerade resultat fr.o.m. halvårsskiftet 2001 t.o.m. 2011 uppgick till 290 miljarder kronor, vilket motsvarar en avkastning på i genomsnitt 3,9 procent per år. Det är en försämring jämfört med föregående år då den ackumulerade avkastningen i genomsnitt uppgick till 4,5 procent per år. Avkastningen når inte upp till

fondernas nominella mål, som har varierat mellan 5,5 och 6,4 procent per år under perioden (figur 4.3). Avkastningen överstiger dock fortfarande utvecklingen i inkomstindex som uppgick till 3,1 procent per år 2001–2011 (3,2 procent per år under perioden 2001–2010).

Figur 4.3 Första–Fjärde AP-fondernas avkastning (fondkapitalets förändring i mdkr) i jämförelse med egna mål och inkomstindex under perioden 1 juli 2001–2011 (mdkr)



Not. Den lodräta skalan börjar på 400 miljarder kronor.

Källa: Egna beräkningar. Fondkapitalets utveckling enligt både inkomstindex och fondernas nominella mål baseras på antagandet att fondkapitalet växer över tid med årliga nettoflöden och därutöver med en avkastning som motsvarar inkomstindex respektive fondernas långsiktiga avkastningsmål.

I tabell 4.2 redovisas Första–Fjärde AP-fondernas årliga avkastning. För samtliga fonder överstiger den genomsnittliga avkastningen sedan starten 2001 utvecklingen i inkomstindex som ökat med i genomsnitt 3,2 procent per år.

Tabell 4.2 Avkastning efter kostnader fr.o.m. halvårsskiftet 2001 t.o.m. 2011 (procent per år)

	2011	2010	2009	2008	2007	2001–2011
AP1	-1,9	10,2	20,1	-21,9	4,6	3,9
AP2	-2,1	11,0	20,4	-24,1	4,0	4,1
AP3	-2,5	9,0	16,4	-19,8	5,0	3,9
AP4	-0,7	10,9	21,5	-20,9	2,4	3,7

Not. Uppräkningen av inkomstindex uppgick under perioden 2001–2011 till 3,1 procent per år.

Källa: McKinsey.

Spridningen mellan var och en av Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga avkastning från 2001 är relativt liten och har minskat något sedan föregående år. Skillnaden mellan fondernas långsiktiga avkastning sedan starten har minskat successivt sedan 2007 när skillnaden var som störst. Mätt som fondkapital var skillnaden då 20 miljarder kronor. Vid utgången av 2011 hade skillnaden minskat till knappt sju miljarder

kronor. Detta förklaras främst av att Fjärde AP-fonden, som haft den lägsta ackumulerade avkastningen sedan starten, har genererat högst avkastning under den senaste femårsperioden.

AP-fondernas avkastning måste utvärderas i relation till fondernas uppdrag. I enlighet med prop. 1999/2000:46 utvärderas fondernas resultat mot fondernas egna mål som fastställs av respektive styrelse. Med utgångspunkt i fondernas uppdrag är det relevant att även jämföra med inkomstindex (se även avsnitt 4.1). Därtill ställs resultatet i relation till utvecklingen på de finansiella marknader fonderna investerar på och ett urval utländska pensionsfonder (avsnitt 4.1). I direktiven för den pågående utredningen som ser över AP-fondernas regelverk (Buffertkapitalsutredningen) ingår att föreslå ett mer utvecklat och tydligt mål för förvaltningen.

Variationen i Första–Fjärde AP-fondernas resultat mellan åren (tabell 4.2) hänger samman med utvecklingen på de marknader där fondkapitalet investerats, vilken under perioden varierat kraftigt (avsnitt 2). Av analysen i avsnitt 2 framgår att risktagande genom investeringar i svenska och utländska aktier inte har gett förväntad utdelning, varken under 2011 eller under perioden sedan start. Mot denna bakgrund och kraftiga svängningar i utvecklingen mellan åren har fondernas riskspridning genom investeringar i olika tillgångar varit till nytta.

Fondernas resultat bör också ställas i relation till fondernas risktagande. Ett sätt att mäta den riskjusterade avkastningen är med hjälp av den s.k. Sharpekvoten (se *faktaruta 4.1*). Jämförelsen försvåras av att avkastning och risk i portföljen mäts genom förändringarna i priser och att onoterade tillgångar inte marknadsvärderas löpande, till skillnad från noterade tillgångar. Av det skälet ingår endast fondernas noterade tillgångar i analysen, varför resultatet med beaktande av detta förhållande inte ger en fullständig bild av fondernas riskjusterade avkastning.

Tabell 4.3 Första–Fjärde AP-fondernas riskjusterade avkastning fr.o.m. halvårsskiftet 2001 t.o.m. 2011 och 2009–2011 beräknad enligt Sharpekvoten för likvidportfölj

	2011	2009–2011	2001–2011
AP1	neg	0,90	0,21
AP2	neg	0,84	0,21
AP3	neg	0,72	0,18
AP4	neg	0,95	0,17

Not. Likvidportfölj avser marknadsnoterade tillgångar.

Källa: McKinsey.

Av tabell 4.3 framgår att Första och Andra AP-fonderna haft den högsta riskjusterade avkastningen under perioden från starten 2001, mätt enligt Sharpekvoten, i fondens marknadsnoterade tillgångar. Under den senaste treårsperioden 2009–2011 har Fjärde AP-fonden enligt samma mått uppvisat högst riskjusterad avkastning.

Första–Fjärde AP-fonderna har sedan finanskrisen 2008 på olika sätt anpassat sina förvaltningsmodeller och investeringar i syfte skapa mer robusta portföljer som bättre hanterar marknader med stora svängningar, liknande dem vi sett under perioden från 2001.

Intresset för investeringar i alternativa tillgångar har ökat, t.ex. inom fastigheter mot bakgrund bl.a. av att Första–Fjärde AP-fonderna maximalt får investera fem procent av fondkapitalet i onoterade tillgångar exklusive fastigheter. Den pågående Buffertkapitalsutredningen ser över fondernas placeringsregler, vilket har bedömts vara angeläget för att skapa bästa möjliga förutsättningar för långsiktigt hög avkastning på buffertkapitalet. Förutom möjlighet att uppnå avkastning ingår att se över fondernas möjligheter att uppnå riskspridningen när olika marknader blir allt mer integrerade.

Som regeringen konstaterat tidigare år finns det tydliga motiv för att fokusera på medelfristiga beslut genom ett mer dynamiskt arbetssätt men att resultatet låtit vänta på sig. I föregående års utvärdering menade regeringen att det, beträffande förändringarna i fondernas förvaltningsmodeller, kvarstår ett behov av fortlöpande utvärdering för att tillförsäkra en tydlig genomlysning av resultaten. Detta följer av uppdraget att förvalta allmänhetens pensionskapital och är även förenligt med god praxis. Under 2011 har Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna, som särskiljer dynamiska beslut, utvecklat modeller för att utvärdera resultaten, vilka ska användas fr.o.m. 2012. Det är positivt att detta arbete har skett.

Regeringen vill understryka vikten av att utvärderingen beskriver grunden för, och resultaten av, fattade beslut. Det bör noteras att syftet inte är att dra slutsatser över en allt för begränsad period utan att få förståelse för motiven för fattade beslut och deras bidrag till fondens resultat.

Det är således viktigt att hittills fattade beslut ingår i fondernas utvärdering fr.o.m. 2012 och att resultaten av utvärderingen, mot bakgrund av fondernas uppdrag att förvalta allmänhetens pensionskapital, redovisas.

Som också konstaterats tidigare är en konsekvens av de ökade skillnaderna mellan fondernas förvaltningsmodeller att fondernas resultat är svårare att jämföra. Endast fondernas totala avkastning är direkt jämförbar. Mot bakgrund av att ökad riskspridning är ett av motiven bakom inrättandet av flera fonder med samma uppdrag kan den minskade jämförbarheten mellan fonderna inte betecknas som ett problem (men som framgått betonar regeringen vikten av utvärdering av resultaten). Skillnaderna i förvaltningsmodeller förefaller dock inte hindra att jämförbarheten mellan fondernas redovisning av risk och avkastning kan utvecklas och förbättras. Det kan stärka genomlysningen av fondernas resultat, göra informationen mer lättillgänglig för allmänheten och som McKinsey påpekar indirekt, kanske öka lärandet inom fonderna. Även Ernst & Young som, inom ramen för revisionen av AP-fonderna, har haft regeringens uppdrag att granska fondernas beräkning av risk och avkastning (*bilaga 9*) pekar på behov av och möjligheter att åstadkomma ökad jämförbarhet. I den utsträckning som medges av fondernas oberoende inom förvaltningen är det positivt med enhetlig redovisning av risk och avkastning mellan fonderna samt att resultat presenteras på sådant sätt att det underlättar tolkning och jämförbarhet.

Första AP-fondens fondkapital uppgick till 213,3 miljarder kronor vid utgången av 2011. Fondens totala avkastning fr.o.m. juli 2001 t.o.m. 2011 uppgick till 73 miljarder kronor, varav strategiska beslut svarar för merparten (93 procent före kostnader). Fondens genomsnittliga avkastning uppgick till 3,9 procent per år.

Sedan oktober 2009 tillämpar Första AP-fonden en ny förvaltningsmodell. Syftet är att skapa en mer robust portfölj över tid, som bättre kan hantera svängningarna på kapitalmarknaderna genom ökat fokus på medelfristiga beslut (den strategiska inriktningen anpassas till förväntad utveckling inom 1–5 år). I förra årets utvärdering konstaterade regeringen att resultatet inom den nya modellen behöver utvärderas fortlöpande för att tillvarata gjorda erfarenheter.

Första AP-fonden har under 2011 utvecklat metoder för att utvärdera resultatet. Dessa metoder beskrivs i årsredovisningen. Metoderna baseras på utvärderingen av fondens resultat på olika nivåer och över olika tidshorisoner. Fondens totala avkastning kommer fr.o.m. 2012 att utvärderas långsiktigt (5–10 år) mot (i) styrelsens mål om en nominell avkastning på 5,5 procent per år över fem år, (ii) uppräkningsindexet av inkomstindex, (iii) en statisk portfölj fördelad på 60 procent aktier och 40 procent räntebärande värdepapper samt (iv) resultatet för jämförbara kapitalförvaltare. Därutöver sker utvärdering av resultatet av förvaltningen inom det mandat styrelsen delegerat till vd, genom att analysera fondens totala avkastning i relation till möjliga placeringsalternativ. Slutligen utvärderas förvaltningen enligt fondens investeringsprocess, inklusive den operativa förvaltningen. För 2011 presenterar Första AP-fonden resultatet av förvaltningens resultat i förhållande till portföljen vid ingången av året. Av den framgår att strategiska beslut om fördelning mellan tillgångsslag, valutaexponering och ränterisk har bidragit positivt till resultatet medan den operativa förvaltningen (avsnitt 4.2.2) och beslut om fördelning inom tillgångsslagen har bidragit negativt. Det kvarstår att bedöma resultatet av utvärderingsmetoden.

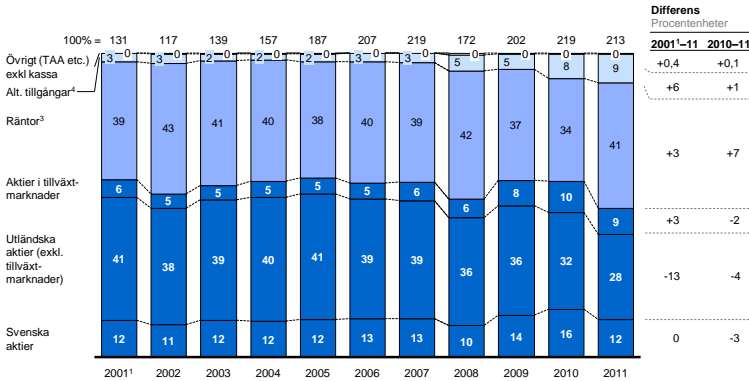
Figur 4.5 Första AP-fondens portfölj 2001–2011 (procent respektive mdkr)

Skr. 2011/12:130

Första AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001¹-2011

% av totala tillgångar Första AP-fonden²; 100% = SEK miljarder

Övrigt
Alternativa tillgångar
Räntebärande tillgångar



Not: Tillgångsallokeringen avser fondförmögenhetsfördelning
1 1 juli 2001
2 Den faktiska allokeringen den 31 december varje år
3 Inklusiv kassa
4 Alternativa tillgångar inkluderar bland annat fastigheter och PE
KÄLLA: Första AP-fonden; McKinsey-analys

Källa: McKinsey.

Första AP-fonden har under 2011 genomfört betydande förändringar i fondens portfölj (figur 4.5). Andelen aktier har sammantaget minskat med nio procentenheter och andelen räntebärande tillgångar ökat med sju procentenheter. Fondens investeringar i alternativa tillgångar har ökat till nio procent av fondkapitalet, vilket framför allt avser fastigheter. Ambitionen från fondens sida är att öka andelen alternativa tillgångar till 20 procent av fondkapitalet på sikt.

Över perioden sedan starten är andelen svenska aktier oförändrad, medan andelen utländska aktier har minskat kraftigt (-13 procentenheter), till förmån för investeringar i alternativa tillgångar, aktier på tillväxtmarknader och räntebärande värdepapper.

Andra AP-fonden

Andra AP-fondens fondkapital uppgick till 216,6 miljarder kronor vid utgången av 2011, det högsta av Första-Fjärde AP-fonderna vid den tidpunkten. Fondens totala avkastning fr.o.m. juli 2001 t.o.m. 2011 uppgick till 75 miljarder kronor, varav strategiska beslut svarar för mer än hela resultatet (101 procent före kostnader). Fondens genomsnittliga avkastning uppgick till 4,1 procent per år.

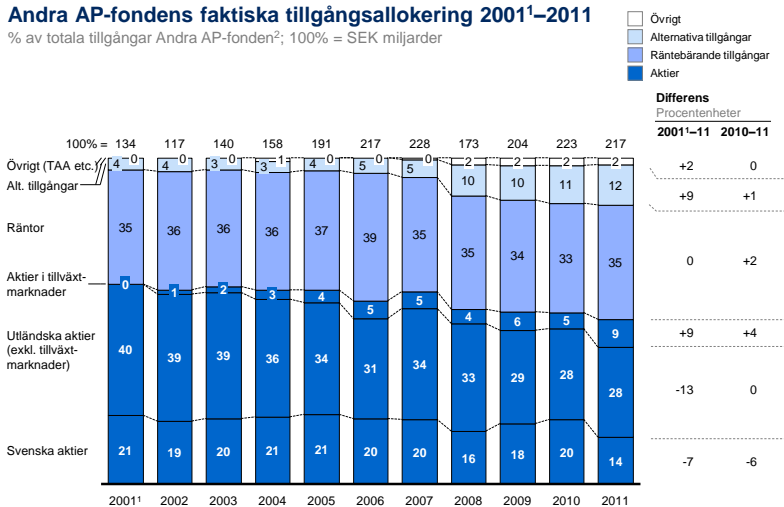
Andra AP-fonden fattar inte medelfristiga beslut som särskiljs från de långsiktiga. En förväntad avvikelse från långsiktiga avkastningsantaganden på medellång sikt omhändertas i den långsiktiga portföljen.

Figur 4.6 Andra AP-fondens portfölj 2001–2011 (procent respektive mdkr)

Skr. 2011/12:130

Andra AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001¹–2011

% av totala tillgångar Andra AP-fonden²; 100% = SEK miljarder



¹ Avser 1 juli 2001

² Den strategiska allokeringen den 31 december varje år

KÄLLA: Andra AP-fonden; McKinsey-analys

Källa: McKinsey.

Våren 2011 genomförde Andra AP-fonden sin hittills största förändring i portföljen genom att minska andelen svenska aktier (-6 procentenheter) och öka andelen aktier på tillväxtmarknader (fyra procentenheter), räntebärande värdepapper (två procentenheter) och alternativa tillgångar (en procentenhet). Inom räntebärande värdepapper minskade andelen svenska och utländska obligationer till förmån för statsobligationer på tillväxtmarknader. Fonden har också ambition om att öka andelen alternativa tillgångar. Under 2011 ökade fondens åtaganden för investeringar i reala tillgångar såsom skog, jordbruk och europeiska fastigheter.

Sedan starten 2001 har andelen utländska och svenska aktier minskat i fondens portfölj (-13 respektive -7 procentenheter) till förmån för aktier på tillväxtmarknader (+9 procentenheter) och alternativa tillgångar (+9 procentenheter).

Tredje AP-fonden

Tredje AP-fondens fondkapital uppgick till 214,1 miljarder kronor vid utgången av 2011. Fondens totala avkastning fr.o.m. juli 2001 t.o.m. 2011 har bidragit med 73 miljarder kronor, varav strategiska beslut svarar för merparten (96 procent före kostnader). Fondens genomsnittliga avkastning uppgick till 3,9 procent per år.

Tredje AP-fonden tillämpar sedan 2010 en ny förvaltningsmodell. Modellen syftar till att öka sannolikheten att fonden ska uppnå styrelsens mål om en real avkastning på minst 4 procent per år långsiktigt genom en mer dynamisk och flexibel förvaltning av fondkapitalet. I modellen utgår fonden från riskklasser, såsom aktie-, inflations- och ränterisk, i stället för tillgångsslag. Tredje AP-fonden särskiljer inte beslut på medellång

och lång sikt. Baserat på rådande prognos om utvecklingen fastställer styrelsen ett riskmandat (tillåten risknivå inom varje riskklass) till vd, inom vilket förvaltningen får ske. I förra årets utvärdering konstaterade regeringen att resultatet inom den nya modellen behöver utvärderas fortlöpande för att tillvarata gjorda erfarenheter. Anledningen är att det i modellen inte finns någon naturlig jämförelsenorm mer än fondens överordnade mål.

Tredje AP-fonden har under 2011 utvecklat metoder för att utvärdera resultatet. Dessa metoder beskrivs i årsredovisningen. Metoderna baseras på utvärderingen av fondens resultat på olika nivåer och över olika tidshorisonter. Utvärderingen ska ske mot (i) fondens långsiktiga mål om fyra procents real avkastning per år över olika tidsperioder, (ii) en långsiktigt statisk portfölj, (iii) en grupp av pensionsfonder med liknande uppdrag samt (iv) självutvärdering av allokeringsbeslut. De två första ska ske på lång sikt medan de två sistnämnda ska ske på kortare sikt. Utvärderingsmodellen ska tas i bruk under 2012 och är avsedd att användas för internt bruk i styrelsens arbete med att utveckla fondens strategi.

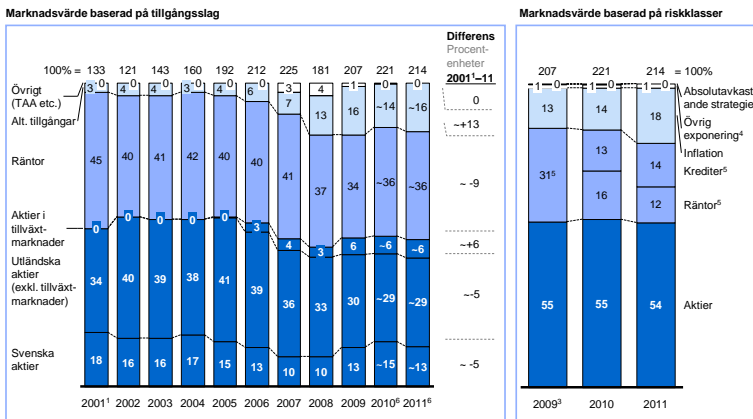
Regeringen framhåller vikten av att resultatet av utvärderingen offentliggörs. Eftersom fonden förvaltar allmänhetens pensionskapital bör resultatet av förvaltningen tydligt redovisas (se även avsnitt 4.5).

Därtill uppstår en fråga om fondens utvärdering av resultatet för 2011 inom de mandat styrelsen gett vd. Den nya modellen för utvärdering ska tas i bruk fr.o.m. 2012, men det bör inte hindra att styrelsen utvärderar förvaltningen inom givna ramar.

Figur 4.7 Tredje AP-fondens portfölj 2001–2011 (procent respektive mdkr)

Tredje AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001–2011²

% av totala tillgångar Tredje AP-fonden²; 100% = SEK miljarder



¹ 1 juli 2001 ² 2010 skedde en övergång från tillgångsallokering till allokering enligt riskklass ³ Allokering baserad på riskklass enligt 2010 års förvaltningsmodell
⁴ Inom övrig exponering ingår upparbetade resultat från valutaexponering ⁵ Uppdelningen mellan räntor och krediter fastställdes under 2010. Krediter består huvudsakligen av bostads- och företagsobligationer. För 2009 redovisas därför den sammanlagda allokeringen och för 2010 den uppdelade ⁶ Tillgångsallokeringen för 2010-2011 är indikativ då en exakt konvertering av riskklasser till tillgångsslag ej kan göras

KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

Källa: McKinsey.

Av figur 4.7 framgår Tredje AP-fondens fondkapital fördelat på tillgångsslag. Sedan fondens nya förvaltningsmodell infördes 2010, som

baseras på riskklasser, är fördelningen indikativ. Under 2011 minskade fonden andelen ränterisk, som innehåller räntebärande tillgångar utgivna eller garanterade av stater eller överstatliga organ, med fyra procentenheter till förmån för investeringar i riskklassen inflation, som består av realränteobligationer, fastigheter, skog, jordbruksfastigheter och infrastruktur. Som konstateras ovan har exponeringen inom riskklasser varierat i relativt hög grad under året. Tredje AP-fonden har inte gjort några nya investeringsåtaganden i onoterade tillgångar sedan 2009. Vid utgången av 2011 översteg andelen den lagstadgade gränsen på högst fem procent av fondkapitalet. En förklaring är nedgången på aktiemarknaderna under 2011, vilket innebär att andelen onoterade tillgångar, allt annat lika, ökar. Enligt lag ska överskjutande andel avvecklas så snart det med hänsyn till marknadsförhållande är lämpligt, dock senast när det kan göras utan förlust för fonden. Det gäller även fondens innehav i Arise Windpower (avsnitt 3.1.3). Det kan noteras att lämpliga marknadsförhållanden inte utesluter ett eventuellt rationellt beslut att avveckla innehavet med förlust.

Sedan starten 2001 har andelen alternativa tillgångar ökat (13 procentenheter) på bekostnad av framför allt räntebärande värdepapper (-9 procentenheter) men även aktier (-4 procentenheter). Inom aktier har andelen svenska och utländska aktier minskat och aktier i tillväxtmarknader ökat successivt sedan 2006.

Fjärde AP-fonden

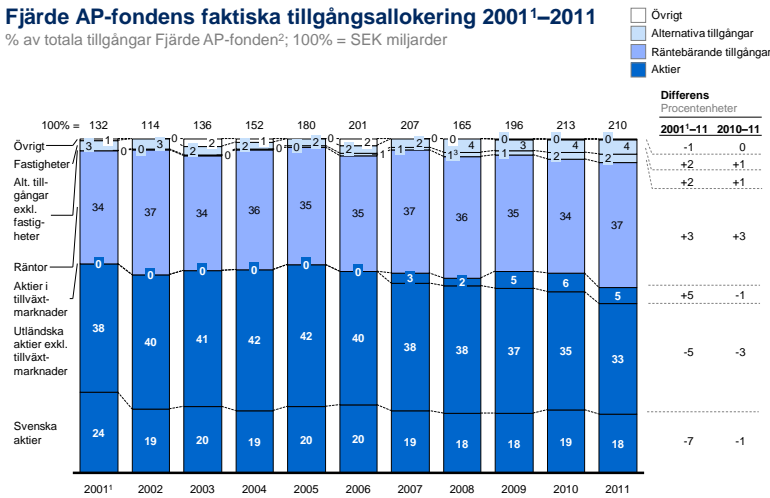
Fjärde AP-fondens fondkapital uppgick till 210,0 miljarder kronor vid utgången av 2011. Fondens totala avkastning fr.o.m. 1 juli 2001 t.o.m. 2011 uppgick till 68 miljarder kronor, varav strategiska beslut svarar för mer än hela resultatet (103 procent före kostnader). Fondens genomsnittliga avkastning uppgick till 3,7 procent per år.

Under 2011 har fondens styrelse beslutat att inrätta ett särskilt riskmandat till vd för strategiska beslut på medellång sikt. Resultatet ska utvärderas mot den långsiktiga portfölj som styrelsen fastställer (den s.k. normalportföljen, se avsnitt 3.1.4). Målet är att generera en avkastning över normalportföljen på i genomsnitt 0,5 procent per år mätt över en fyraårsperiod. Vad gäller utvärdering av dynamisk allokering kan konstateras att det i detta fall finns en koppling mellan mål, mandat och uppföljning.

Figur 4.8 Fjärde AP-fondens portfölj 2001–2011 (procent respektive mdkr) Skr. 2011/12:130

Fjärde AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001¹–2011

% av totala tillgångar Fjärde AP-fonden²; 100% = SEK miljarder



¹ Avser 1 juli 2001
² Den faktiska allokeringen den 31 december varje år
 KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

Källa: McKinsey.

Som framgår av figur 4.8 minskade andelen aktier under 2011 (-5 procentenheter), medan andelen räntebärande tillgångar i portföljen ökade (tre procentenheter). Även andelen onoterade tillgångar och fastigheter ökade under året.

Sedan starten 2001 har andelen aktier minskat (-6 procentenheter), med störst minskning inom svenska aktier och en omfördelning mellan utländska aktier och aktier på tillväxtmarknader. Andelen alternativa tillgångar inklusive fastigheter har ökat med fyra procentenheter och andelen räntebärande tillgångar med tre procentenheter.

4.2.2 Operativ förvaltning

Regeringens bedömning: Resultatet av den aktiva förvaltningen är fortfarande otillfredsställande i tre av Första–Fjärde AP-fonderna mätt över en femårsperiod. Andra AP-fonden redovisar ett negativt resultat före kostnader. Tredje och Fjärde AP-fonderna redovisar positiva resultat före kostnader, men inte tillräckligt för att kompensera för risker och kostnader förenade med verksamheten. Första AP-fonden är den enda fond som redovisar ett resultat som med säkerhet överstiger kostnaderna över perioden. Det är dock alltjämt oklart om marginalen är tillräcklig med hänsyn tagen till riskerna i verksamheten.

I likhet med tidigare år ser regeringen positivt på att fonderna har ökat fokus på styrelsens beslut om långsiktig allokering av fondkapitalet (strategiska beslut) jämfört med kortsiktig aktiv förvaltning. Detta är en givet resultatet, rimlig omorientering som enligt regeringens mening kan drivas längre. Fortfarande förefaller omfattningen av den aktiva

Regeringens bedömning i föregående års skrivelse: Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna har redovisat positiva resultat av aktiv förvaltning under de två senaste åren. Under den senaste femårsperioden, som ligger till grund för regeringens utvärdering, är emellertid resultaten i tre av fyra fonder fortfarande otillfredsställande. Tredje AP-fonden redovisar ett svagt positivt resultat före kostnader medan Andra och Fjärde AP-fonderna redovisar resultat som inte täcker kostnaderna. Första AP-fonden är ensam om att redovisa ett positivt resultat som med säkerhet överstiger kostnaderna, men resultatet bedöms alltjämt inte vara tillräckligt med hänsyn till riskerna i verksamheten och det förvaltade kapitalets storlek.

Under de senare åren har en förskjutning i tyngdpunkt från aktiv förvaltning till strategiska beslut ägt rum, vilket är positivt. Trots fokus på total avkastning bör resultaten av, och riskerna i, fondernas operativa förvaltning presenteras och utvärderas särskilt, i den utsträckning aktiva beslut om förvaltning baserat på marknadsförväntan förekommer.

McKinsey: Första–Fjärde AP-fonderna arbetar i dag på olika sätt med aktiv förvaltning, vilket försvårar jämförelser mellan fonderna. 2011 genererade Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna positiv avkastning från sin aktiva förvaltning före kostnader, medan Andra AP-fonden genererade negativ avkastning. Under den senaste femårsperioden har Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna genererat en positiv ackumulerad aktiv avkastning före kostnader, medan Andra AP-fonden har genererat en negativ ackumulerad aktiv avkastning.

Skälen för regeringens bedömning: Tre av fyra fonder uppvisar 2011 positiva resultat av aktiv förvaltning, dvs. ambitionen om att uppnå högre avkastning än snittet på marknaden (index). Resultaten är dock genomgående sämre än föregående år.

Som regeringen konstaterat tidigare år har det skett en förskjutning i fonderna mot fokus på strategiska beslut, både långsiktiga och medelfristiga beslut. En konsekvens är att den aktiva förvaltningen förändrats i riktning mot färre transaktioner (dvs. lägre kostnader), lägre risk och mer långsiktiga innehav. I ljuset av resultatet för fondernas operativa förvaltning, empiri kring svårigheten att över tid överträffa marknaden, i synnerhet med beaktande av kostnaderna för verksamheten, och att strategiska beslut står för merparten av fondernas långsiktiga resultat ser regeringen positivt på ett ökat fokus på strategiska beslut.

Under den senaste femårsperioden (2007–2011) har resultatet av aktiv förvaltning före kostnader lämnat ett positivt bidrag i tre av fyra fonder (tabell 4.4). Utvärderingen baseras på relativ avkastning, dvs. över- och underavkastning i förhållande till jämförelseindex. Första AP-fonden uppvisar ett operativt resultat under den senaste femårsperioden på i genomsnitt 0,23 procent per år, vilket är bättre än Tredje AP-fondens aktiva avkastning på i genomsnitt 0,20 procent per år. För Fjärde AP-fonden är resultatet nu marginellt positivt (0,07 procent per år) och i Andra AP-fonden marginellt negativt (-0,07 procent per år).

Till följd av att Första–Fjärde AP-fonderna arbetar med aktiv förvaltning på olika sätt är resultaten inte fullt ut jämförbara. Detta framgår bl.a. av att Första AP-fonden över femårsperioden 2007–2011 genererat ett resultat på 2,6 miljarder kronor, vilket motsvarar i genomsnitt 0,23 procent per år, medan Tredje AP-fonden, som uppnått en avkastning på i genomsnitt 0,20 procent per år, har genererat 0,5 miljarder kronor. Inom fonderna har också förändringar skett så resultaten inte är direkt jämförbara över tid.

Tabell 4.4 Första–Fjärde AP-fondernas operativa resultat 2011 och 2007–2011 (mdkr respektive procent per år)

	2011		2007–2011	
	Mdkr	%	Mdkr	%
AP1	0,1	0,04	2,6	0,23
AP2	-0,3	-0,16	-1,9	-0,07
AP3	0,1	0,02	0,5	0,20
AP4	0,4	0,23	0,4	0,07

Not. Resultat före kostnader. Operativt resultat definieras olika mellan fonderna. Första AP-fonden har genomfört förändringar i beräkningen 2009, 2010 och 2011, Andra AP-fonden 2009, Tredje AP-fonden 2010 och Fjärde AP-fonden 2008.

Källa: McKinsey.

Resultatet över den senaste femårsperioden av fondernas aktiva förvaltning bedöms inte vara tillfredsställande. I Tredje och Fjärde AP-fonderna, som uppvisar svagt positiva resultat före kostnader, har fondernas totala kostnader under motsvarande period uppgått till 1,4 respektive 1,0 miljarder kronor. Det operativa resultatet före kostnader motsvarar således mindre än hälften av fondens kostnader över perioden. Det är svårt att analysera kostnaderna hänförliga till nämnda verksamhet men eftersom förvaltningen också är förenad med risker bedöms inte resultatet kompensera för kostnaderna och riskerna. Första AP-fondens resultat före kostnader överstiger fondens totala kostnader över perioden (1,5 miljarder kronor). Resultatet bör dock utvärderas i relation till risken i verksamheten, vilket det saknas fullständig information om (se nedan).

Som framgår av avsnitt 4.2.1 är det de strategiska besluten i fonderna (dvs. styrelsens övergripande beslut om allokering av fondkapital mellan olika tillgångar och marknader) som varit avgörande för fondernas långsiktiga resultat. Detta är delvis en naturlig följd av att strategiska beslut om investeringar i tillgångar som har en positiv avkastning sedan starten vid halvårsskiftet 2001 tillgodoses de strategiska resultaten, medan resultatet från aktiv förvaltning utgår från marknadens genomsnittliga avkastning och därför kan avvika i både positiv och negativ riktning.

Ett mer ändamålsenligt sätt att utvärdera resultatet av den operativa förvaltningen är genom att analysera det operativa resultatet i förhållande till risken. Det kan till exempel göras med hjälp av informationskvoten som anger detta förhållande (faktaruta 4.1). Risken uttrycks i aktiv risk, som visar i hur hög grad en förvaltare avviker från jämförelseindex. Informationskvoten mäter således överavkastning per enhet risk. Resultatet (tabell 4.5) är inte heller här direkt jämförbara mellan fonderna

och för två av fonderna, Första och Tredje AP-fonderna, saknas uppgift om informationskvot under det senaste året respektive två åren. Skr. 2011/12:130

Tabell 4.5 Informationskvot avseende Första–Fjärde AP-fondernas operativa förvaltning 2007–2011

	2011	2010	2009	2008	2007	2007–2011
AP1	-	1,9	1,1	-0,7	0,8	-
AP2	-1,0	2,7	1,3	-1,8	-0,6	0,1
AP3	-	-	3,5	-1,6	-0,5	-
AP4	0,5	2,6	3,0	-0,7	-1,3	0,1

Not. Underlag saknas för att beräkna genomsnittlig informationskvot för Första och Tredje AP-fonderna.

Källa: McKinsey.

Som framgår av tabell 4.5 är resultatet för de två fonder som redovisar riskjusterat resultat mätt med informationskvoten detsamma under den senaste femårsperioden. Resultatet kan betecknas som svagt (nära noll i statistisk mening, med beaktande av årliga variationer). En observation är att resultatet, förutom under 2007, varit relativt bra de år aktiemarknaderna uppvisat en god utveckling (2009 och 2010) men sämre i en nedåtgående aktiemarknad (2008 och 2011). Första–Fjärde AP-fondernas fokus på att skapa portföljer som är mer robusta och bättre hanterar perioder av oro på marknaderna bör även beakta erfarenheter från att bedriva aktiv förvaltning under olika marknadsscenarier.

Regeringen konstaterade i föregående års utvärdering att förändringar i förvaltningsmodeller inte bör hindra att resultaten av, och riskerna i, fondernas operativa förvaltning presenteras och utvärderas särskilt, i den utsträckning aktiva beslut om förvaltning baserat på marknadsförväntan förekommer. Här har förbättring skett då samtliga fonder i årsredovisning redovisar resultatet av den operativa förvaltningen. Däremot är det svårt att jämföra resultaten mellan fonderna och att utvärdera resultaten i relation till risk, särskilt när förvaltningen sker genom s.k. renodlade kapitallösa mandat, eftersom traditionella riskmått inte kommer till användning. I likhet med vad som konstaterades förra året bör resultatet, oavsett förvaltningsstrategi, relateras till den totala risken inom förvaltningen, i syfte att kunna förstå och utvärdera verksamheten. Risken kan anges i termer av de faktiska svängningarna i resultatet under året, t.ex. resultatet vid utgången av varje månad eller som standardavvikelse i daglig eller veckovis avkastning. I kapitallösa mandat ges förvaltare en risklimit, dessa maximala förlustnivåer skulle kunna utgöra riskmått som resultatet kan relateras till. Som konstaterades under föregående avsnitt (4.2.1) är det positivt om fonderna utvecklar jämförbara nyckeltal avseende avkastning och risk.

4.3 Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning

Regeringens bedömning: Sjätte AP-fondens totala avkastning når inte upp till fondens hittillsvarande mål, vilket är en försämring jämfört med föregående år. Det finns en stor variation i resultaten inom olika delar av fondens investeringsverksamhet. Investeringar i framför allt mogna bolag

har bidragit positivt till fondens resultat, medan investeringar i bolag som befinner sig i en tidig utvecklingsfas (expansionsbolag) uppvisat genomgående svagt resultat, i synnerhet 2011 då portföljen kraftigt nedvärderats. Sjätte AP-fonden har beaktat dessa erfarenheter inom ramen för det genomgripande förändringsarbete fonden inlett under 2011. Arbetet innefattar fondens strategi, mål och organisation. Förändringarna är en välkommen renodling av verksamheten. Utvecklingen bedöms vara i pensionssystemets intresse, även om arbete kvarstår t.ex. med att operationalisera fondens nya mål och strategi.

Fondens nya mål, som motsvarar avkastningen på den nordiska aktiemarknaden plus ett påslag på 2,5 procent, bör kunna ligga till grund för extern utvärdering av fondens resultat, vilket regeringen bedömer som positivt.

Nedskrivningar av bedömda marknadsvärden är ett normalt inslag i riskkapitalverksamhet. Omfattningen av de nedskrivningar som har ägt rum under 2011 är dock anmärkningsvärd. Regeringen kommer att följa upp hur en så stor förändring av tillgångarnas värdering kan vara möjlig från ett år till ett annat, utan direkt samband med den övergripande ekonomiska eller marknadsmässiga utvecklingen.

Regeringens bedömning i föregående års skrivelse: Sjätte AP-fondens totala avkastning sedan 2003 överstiger fondens mål med knapp marginal. Avkastningen för investeringsverksamheten överstiger fondens mål med något större marginal under samma period främst med stöd av placeringar i mogna bolag och under senare tid även börsnoterade småbolag. Det är dock inte klarlagt om marginalerna kan anses vara tillräckliga. Regeringen har tidigare år understrukt behovet av ett mål som lämpar sig för utvärdering, såväl av externa parter som av fonden själv. Behovet kvarstår, bl.a. med stöd av branschpraxis.

Det finns därutöver frågor om huruvida fondens uppdrag är ändamålsenligt utformat, bl.a. genom att fonden är stängd och inte har några in- och utflöden av kapital. Regeringen anser att Sjätte AP-fonden bör inkluderas i en översyn av AP-fondernas regelverk, inte minst mot bakgrund av att fondens regler i huvudsak har varit oförändrade sedan 1996.

McKinsey: Avkastningen på fondens totala kapital uppgår till 3,9 procent per år sedan starten 1997 och 5,3 procent per år sedan 2003, den period som fonden använder för utvärdering då merparten av fondkapitalet hade investerats i kärnverksamheten och nuvarande mål införts. Avkastningen överstiger under båda perioderna inkomstindex men når inte upp till fondens mål för perioden 2003–2011 på 6,7 procent per år. Det når inte heller upp till fondens nya mål som för perioden skulle ha uppgått till 13,0 procent per år.

Fondens investeringsverksamhet har inte heller nått det mål fonden här har fastställt, sedan 2003 har avkastningen uppgått till 7,0 procent per år (målet 8,2 procent per år). Avkastningen är i hög grad driven av investeringar i mogna bolag, medan expansionsbolag haft en avkastning på -16,0 procent per år.

I april 2011 fick Sjätte AP-fonden en ny vd och i maj tre, av fem, nya styrelseledamöter inklusive ordförande och vice ordförande.

Tillsammans har styrelsen och vd genomfört flera viktiga förändringar i strategi och organisation: Skr. 2011/12:130

- ny tolkning av fondens uppdrag – långsiktigt hög avkastning och tillfredsställande riskspridning genom placeringar på riskkapitalmarknaden (således har tolkningen att fonden genom sina investeringar ska bidra till utvecklingen i svenskt näringsliv tagits bort),
- nedskrivning av fondens investeringar i expansionsbolag med cirka två miljarder kronor,
- ny investeringsstrategi med fokus på långsiktiga investeringar i onoterade bolag genom dels direktinvesteringar i mogna bolag i Sverige, dels investeringar i nordiska fonder som investerar i bolag i både tidig och mogen fas,
- ny renodlad organisation som fr.o.m. 2012 består av Företagsinvesteringar och Fondinvesteringar,
- ett nytt långsiktigt mål införs fr.o.m. 2012. Målet motsvarar nordiskt aktieindex (SHB Nordix All-Share Portfolio Index) plus 2,5 procent. Det nya målet är högre än det tidigare som utgått från reporäntan plus 4,5 procent.

Den nya inriktningen bedöms syfta till att investeringsstrategin ska bli mer fokuserad och det nya målet bedöms vara mer lämpligt. För 2012 är det viktigt att fonden preciserar och börjar implementera den nya strategin framgångsrikt.

En fråga för fondens utveckling framåt är vilken strategi för direkta företagsinvesteringar Sjätte AP-fonden bör ha för att säkerställa att fonden är maximalt konkurrenskraftig, mot bakgrund av att det råder hög konkurrens inom direktinvesteringar i mogna svenska bolag. En annan fråga är hur fonden bör operationalisera sitt nya mål när det införs 2012. Vid implementering av målet bedöms det viktigt att precisera hur fonden ska arbeta med mål och uppföljning av olika typer av investeringar, för att beakta olika riskprofil (t.ex. mellan direktinvesteringar och fondinvesteringar och mogen kontra tidig fas) och att det tar tid innan den nya strategin genomsyrar hela portföljen.

Skälen för regeringens bedömning: Sjätte AP-fonden avviker från andra riskkapitalaktörer på flera sätt. Fonden är sluten, dvs. det sker inte några in- och utbetalningar från pensionssystemet, varför Sjätte AP-fonden måste förvalta erforderlig likviditetsreserv. Därtill finansierar fonden sina investeringar med eget kapital och utnyttjar inte belåning i den egna balansräkningen, med undantag för kortfristiga likviditetsbehov. Sjätte AP-fonden är också i huvudsak begränsad till den svenska marknaden. Fondens uppdrag har därmed konsekvenser för fondens totala avkastning och dess variation över tid, dvs. risk. Sjätte AP-fondens regelverk är i stort oförändrat sedan 1996. Mot denna bakgrund har Sjätte AP-fonden inkluderats i den pågående översynen av buffertfondernas regelverk.

Sjätte AP-fonden har hittills utvärderat sitt resultat för dels perioden sedan starten 1997, dels sedan investeringsverksamheten 2003 utgjorde en huvudsaklig andel av fondens portfölj och ett absolut mål för fonden infördes. Före 2003 hade fonden ett mål att överträffa börsindex. Sjätte

AP-fonden bedömer att fonden har arbetat under jämförbara förutsättningar fr.o.m. 2003 men att även den längre perioden sedan fondens start 1997 kan användas för utvärdering av verksamheten.

Sjätte AP-fondens totala avkastning uppgick till i genomsnitt 5,3 procent per år under perioden 2003–2011, vilket betyder att fonden inte uppnådde styrelsens mål på 6,7 procent per år (tabell 4.6). Detta är en betydande försämring jämfört med föregående då fondens långsiktiga avkastning (2003–2010) uppgick till 7,0 procent per år. Den huvudsakliga förklaringen är den nedvärdering av fondens portfölj på två miljarder kronor som den nya styrelsen genomförde under 2011 i kombination med negativ avkastning på fondens noterade tillgångar. Fondens resultat uppgick till -1,4 miljarder kronor 2011, vilket motsvarar en avkastning på -6,9 procent.

Fondens avkastning 2003–2011 överstiger alltså jämt uppräknningen av inkomstindex under perioden (3,3 procent per år). Det mål som införs i fonden fr.o.m. 2012 skulle under motsvarande period ha motsvarat 13,0 procent per år. McKinsey jämför därtill med noterade aktier i svenska medelstora respektive små bolag som under motsvarande period hade en avkastning på i genomsnitt 9,9 respektive 14,4 procent per år. Fondens avkastning sedan starten 1997 har i genomsnitt uppgått till 3,9 procent per år, vilket inte når upp till målet för fonden såsom det beräknats i efterhand, men överträffar inkomstindex.

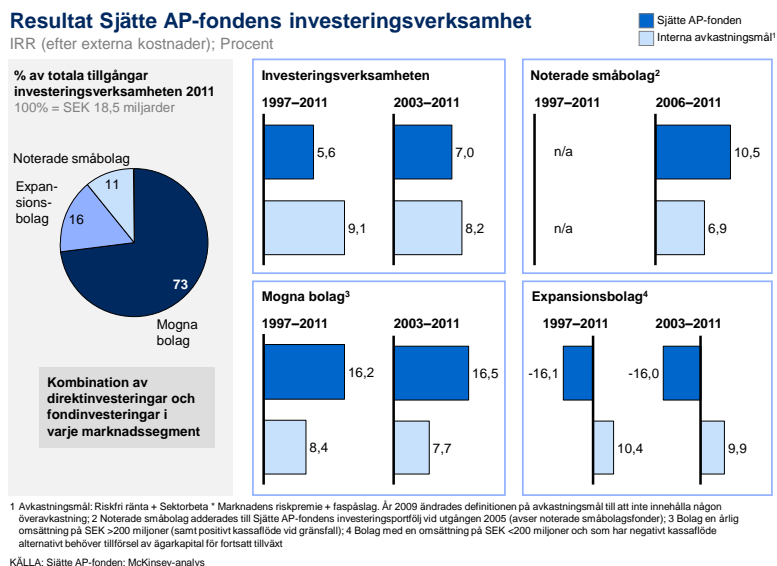
Tabell 4.6 Sjätte AP-fondens totala avkastning (procent per år)

	1997–2011	2003–2011
Sjätte AP-fonden	3,9	5,3
Fondens mål	(7,3)	6,7
Nytt mål fr.o.m. 2012	(10,2)	(13,0)
Inkomstindex	2,9	3,3
Svenska småbolag (börsindex)		14,4
Svenska mellanstora bolag (börsindex)		9,9

Not. Fondens mål anges enligt den metod, för att fastställa målet, som fonden har tillämpat sedan 2003 t.o.m. 2011.

Källa: McKinsey.

Sjätte AP-fondens portfölj består till övervägande andel av onoterade aktier (faktaruta 4.2). Enligt branschpraxis beräknas avkastningen för onoterade aktier som en genomsnittlig avkastning sedan tidpunkten för den första investeringen, med hänsyn tagen till vid var tid investerade belopp. Avkastningen för fondens investeringsverksamhet, beräknad enligt denna metod, uppgick sedan 2003 till 7,0 procent per år efter externa förvaltningsavgifter, vilket är lägre än fondens mål på 8,2 procent per år (figur 4.9). Från starten 1997 uppgår avkastningen till 5,6 procent per år efter externa förvaltningsavgifter, vilket överstiger fondens totala avkastning men understiger målet för verksamheten, som det kan beräknas i efterhand, med 3,5 procentenheter per år.



Källa: McKinsey.

Som framgår av figur 4.9 skiljer sig resultatet kraftigt åt mellan fondens olika investeringar. Det långsiktiga resultatet förklaras i hög grad av den höga avkastningen i fondens investeringar i mogna bolag som, sedan nedvärderingen av fondens expansionsbolag, svarar för drygt två tredjedelar av fondens portfölj. Avkastningen i mogna bolag har både under perioden 2003–2011 och från fondens start överträffat målet med betydande marginal. Avkastningen i mogna bolag har också varit högre än fondens nya mål fr.o.m. 2012. Även avkastningen i fondens noterade småbolag, som introducerades i portföljen vid utgången av 2005, har överträffat fondens mål, men med en försämring jämfört med föregående år.

Till följd av fondens nedskrivning av innehaven i bolag som befinner sig i en tidig utvecklingsfas (expansionsbolag) har fondens resultat inom detta segment ytterligare försämrats under 2011. Föregående år uppgick avkastningen i expansionsbolagen från starten 1997 till i genomsnitt -8,6 procent per år, vilket i år försämrats ytterligare till -16,1 procent per år. Fondens erfarenhet av dessa investeringar beaktas i fondens nya strategi genom att Sjätte AP-fonden inom direktinvesteringar ska fokusera på mogna bolag (se avsnitt 3.2 angående fondens nya strategi). Det bör noteras att utvecklingen inom detta segment varit genomgående svag i Europa.

Regeringen har tidigare ifrågasatt Sjätte AP-fondens mål som grund för utvärdering av fondens resultat. I förra årets utvärdering noterades att fondens mål avviker från branschpraxis. Under 2011 har fonden genomfört ett genomgripande förändringsarbete inklusive utvecklat en ny strategi, baserat på fondens erfarenheter inom olika segment, och fastställt nytt mål för verksamheten. Därtill har organisationen renodlats till affärsområdena Företags- respektive Fondinvesteringar. McKinsey

noterar att det kvarstår för fonden att implementera den nya strategin och målet för fonden, vilket innefattar hur fonden ska arbeta med mål och utvärdering av investeringar med olika riskprofil.

Sjätte AP-fondens nya mål är en anpassning till branschpraxis med justering för fondens behov av likviditetsplanering och bör därmed kunna ligga grund för extern utvärdering av fondens resultat. Det nya målet är väsentligt högre än det hittillsvarande målet och bekräftar därmed regeringens tidigare bedömning att det inte har utgjort lämplig norm för extern utvärdering av fondens resultat.

Nedskrivningar av bedömda marknadsvärden är ett normalt inslag i riskkapitalverksamhet. Omfattningen av de nedskrivningar som ägt rum under 2011 av fondens innehav i expansionsbolag på motsvarande två miljarder kronor är dock anmärkningsvärd. De innehav som nedvärderats hänförs till två olika portföljer. Dels fondens direktinvesteringar i expansionsbolag som vid utgången av 2010 sammantaget uppgick till 3,9 miljarder kronor, dels fondens investeringar i s.k. life science-bolag som vid utgången av 2010 sammantaget uppgick till 1,7 miljarder kronor. Under 2011 uppgick nedvärderingarna i de två portföljerna till 1,3 respektive 0,7 miljarder kronor, vilket motsvarar 33 respektive 41 procent av värdet på portföljerna vid utgången av 2010. Besluten är fattade av Sjätte AP-fondens styrelse och de största nedvärderingarna på grund av ändrad tillämpning av värderingsprincipen eller ändrad strategi för innehaven (beslut att inte tillföra nytt kapital). Regeringen finner för sin del ett behov av ytterligare uppföljning, med beaktande av nedskrivningarnas omfattning från ett år till ett annat.

Faktaruta 4.2 Värdering av onoterade aktier

Sjätte AP-fondens redovisning, och regeringens utvärdering av Sjätte AP-fondens onoterade portfölj, baseras på IPEV:s riktlinjer (International Private Equity & Venture Capital Valuation Board). Generellt 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 framgår att Sjätte AP-fonden även beaktar transaktioner där endast befintlig ägarkrets deltagit (s.k. internrundor). Om denna transaktion indikerar en nedvärdering genomförs en mer detaljerad analys och nedvärdering genomförs 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 för händelser mellan tidpunkten för transaktionen och rapporteringstillfället. Värdering sker också baserat på framtida kassaflöde som nuvärdesberäknas med en riskjusterad ränta (Sjätte AP-fonden använder sin riskpremiemodell inklusive ett påslag för att fastställa diskonteringsräntan). Detta är den vanligaste värderingsmetoden i Sjätte AP-fonden. En tredje metod baseras på värdering av företagens 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.

För investeringar i bolag som befinner sig i en tidig fas kan det vara svårt att tillämpa någon enskild värderingsmetod. Värdering sker i så fall till anskaffningskostnad med justering för bolagets utveckling. En nedskrivning ska genomföras i det fall en stadigvarande och väsentlig minskning av värdet på investeringen bedöms ha ägt rum.

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 4.1).

4.4 Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning

4.4.1 Strategiska beslut

Regeringens bedömning: Sedan starten 2000 överträffar avkastningen i Sjunde AP-fondens förvalsalternativ den genomsnittliga avkastningen för de privata fonderna i premiepensionssystemet, vilket är positivt.

Den period som Sjunde AP-fondens nya förvalsalternativ AP7 Såfa har varit i bruk är alltför kort för att utgöra grund för bedömning av resultatet. Dock kan konstateras att utvecklingen under perioden bekräftar behovet av tydlig information om förvalsalternativets inriktning och risknivå. Det arbete som fonden har inlett på detta område välkomnas.

Regeringens bedömning i föregående års skrivelse: Sedan starten 2000 överträffar Sjunde AP-fondens förvalsalternativ den genomsnittligt valda fonden i premiepensionssystemet (PPM-index), vilket är positivt. Däremot har varken Premiesparfonden eller Premievals-fonden uppnått styrelsens mål för de tre senaste femårsperioderna, vilket inte är tillfredsställande.

Förvaltningen av premiepensionskapital för dem som inte har gjort ett aktivt val medför ett särskilt ansvar, också vad gäller information. Sjunde AP-fonden bör säkerställa för pensionsspararen tydlig information om förvalsalternativets inriktning och risknivå.

McKinsey: Sedan 2001 har Sjunde AP-fondens förvalsalternativ haft en avkastning som överstiger PPM-index med 0,5 procentenheter per år. Sjunde AP-fondens nya förvalsalternativ AP7 Såfa har sedan starten den 24 maj 2010 haft en avkastning på 1,4 procent per år, jämfört med snittet för de privata fonderna (PPM-index) på -1,4 procent per år.

Under 2011 har Sjunde AP-fonden fastställt en ny kommunikationsstrategi med ökat fokus på information till spararna, framför allt avseende förvalsalternativet. Fondens förvalsalternativ har genererat högre avkastning än PPM-index och haft lägre kostnader än den genomsnittliga fonden i premiepensionssystemet. Samtidigt bedöms fondens produkter vara relativt svåra att förstå för en pensionssparare och bara 16 000 pensionssparare har hittills aktivt valt någon av Sjunde AP-fondens produkter. En fråga är om fonden ytterligare kan utveckla kommunikationen kring sina produkter. Det kan vara att tydliggöra hur

de är utformade, t.ex. kring AP7 Såfas uppbyggnad och riskprofil jämfört med andra fonder i premiepensionssystemet, i syfte säkerställa god transparens och förståelse bland pensionsspararna.

Skälen för regeringens bedömning: Sjunde AP-fonden förvaltar fonder i premiepensionssystemet. Vid utgången av 2011 förvaltade Sjunde AP-fonden 26,7 procent av det totala premiepensionskapitalet, varav 25,0 procent i AP7 Aktiefond och 1,7 procent i AP7 Räntefond.

Sjunde AP-fonden erbjuder sex olika produkter. Det är de två fonderna AP7 Aktiefonden och AP7 Räntefond samt fyra olika kombinationer av dessa i produkterna AP7 Såfa, AP7 Offensiv, AP7 Balanserad och AP7 Försiktig (för närmare information om dessa se avsnitt 3.3). Målen för förvalsalternativet AP7 Såfa och de två fonderna är att Såfa ska uppnå en avkastning som är minst lika bra som genomsnittet av de privata fonderna inom premiepensionssystemet, medan de två fonderna vardera ska överträffa sina jämförelseindex. Därutöver finns mål om aktiv avkastning i AP7 Aktiefond. Således utvärderas Sjunde AP-fondens strategiska beslut avseende AP7 Såfa, medan resultatet av de enskilda fonderna utvärderas inom ramen för den operativ förvaltning (nästa avsnitt).

I och med förändringarna av premiepensionssystemet 2010 och inrättandet av det nya förvalsalternativet kan AP7 Såfa endast utvärderas under perioden sedan starten den 24 maj 2010. Sjunde AP-fondens styrelse har inte fastställt för vilken period målet för AP7 Såfa ska utvärderas, men regeringen har som utgångspunkt att strategiska beslut bör utvärderas över en period på tio år.

Sedan starten den 24 maj 2010 t.o.m. 2011 har AP7 Såfa haft en genomsnittlig avkastning på 1,4 procent per år. Under motsvarande period har den genomsnittliga avkastningen bland de privata fonderna i premiepensionssystemet (PPM-index) haft en avkastning på -1,4 procent per år. Under 2011 var resultatet för AP7 Såfa -10,5 procent, vilket var marginellt sämre än genomsnittet för de privata fonderna vid -10,4 procent.

Sjunde AP-fondens förvalsalternativ (Premiesparfonden och AP7 Såfa fr.o.m. den 24 maj 2010) har sedan starten november 2000 haft en genomsnittlig avkastning på 0,11 procent per år, vilket kan jämföras med de privata fonderna som haft en genomsnittlig avkastning på -0,40 procent per år. Förvalsalternativet överträffar därmed den genomsnittliga avkastningen i de privata fonderna med 0,5 procentenheter per år. Målet för det tidigare förvalsalternativet Premiesparfonden var att fonden över rullande femårsperiod skulle överträffa genomsnittet av alla fonder som kan väljas aktivt i premiepensionssystemet (PPM-index) och att det skulle ske till lägre risk (vilket följde av tidigare begränsning i lag). Premiesparfonden var inte valbar i premiepensionssystemet, vilket AP7 Såfa är. Över hela perioden sedan starten i slutet av 2000 har Sjunde AP-fonden med de olika förvalsalternativen sammantaget nått målet om att överträffa den genomsnittliga avkastningen i övriga fonder i premiepensionssystemet.

Utformningen av förvalsalternativet AP7 Såfa och AP7 Aktiefond, som utgör hela exponeringen till dess att premiepensionsspararen har nått 55 år, baseras på utgångspunkten från Sjunde AP-fonden att det är rationellt för en premiepensionssparare att ta hög finansiell risk, i syfte

tillvarata förväntade riskpremier över tid, och att sprida riskerna utanför Sverige. Det motiveras med att premiepensionen är liten del av den allmänna pensionen som följer pris-, löne- och sysselsättningsutvecklingen i den svenska ekonomin. Av det skälet är AP7 Aktiefond en global aktiefond och innehåller en hävstång som ökar aktierisken i normalfallet till 150 procent. Styrelsens strategi för förvalsalternativet är således att intill dess att premiepensionssparare uppnår 55 år, genom betydande grad av belåning, ta hög aktierisk med en global spridning.

Regeringen konstaterade i förra årets utvärdering att det, med beaktande av de sammantagna riskerna i inkomstpensionssystemet och att premiepensionsspararnas övriga tillgångar i allt väsentligt är begränsade till Sverige, finns rationella argument för fondens strategi i förhållande till kollektivet av icke-väljare. Samtidigt konstaterade regeringen att en annan bedömning kan vara relevant för den enskilde spararen, givet dennes finansiella tillgångar och humankapital samt vilken risk spararen är beredd att ta.

Perioden sedan det nya förvalsalternativet sjsattes ger en god illustration av fondens tänkta och förväntade egenskaper. Under 2010, när den globala aktiemarknaden i genomsnitt uppvisade en positiv avkastning (5,7 procent inklusive valutakursförändring) översteg avkastningen i AP7 Såfa den genomsnittliga avkastningen i de privata fonderna. Från och med den 24 maj t.o.m. utgången av året uppgick avkastningen i AP7 Såfa till 13,3 procent och i de privata fonderna i genomsnitt 10,1 procent. Under 2011 däremot, när den globala aktiemarknaden i genomsnitt uppvisade en negativ avkastning (-2,9 procent inklusive valutakursförändring) uppvisade AP7 Såfa en, om än marginellt, lägre avkastning än genomsnittet av privata fonder, -10,5 procent i förhållande till -10,4 procent. Den globala spridningen i AP7 Såfas aktieexponering, vilken syftar till att diversifiera riskerna, dämpade nedgången i förhållande till de privata fonderna. De privata fonderna har sammantaget en aktieandel på 78 procent av det totala premiepensionskapitalet, varav 26 procent i svenska aktier. Den svenska aktiemarknaden uppvisade under 2011 en avkastning på -13,1 procent (SBX).

Regeringen bedömde i förra årets utvärdering att Sjunde AP-fonden bör säkerställa tydlig information om förvalsalternativets inriktning och risknivå. Regeringen menade att informationsbehovet inte kan isoleras till tidpunkter med påfrestningar av systemet, såsom perioder när den globala aktiemarknaden har en negativ utveckling och förvalsalternativet genom sin hävstång har en än sämre utveckling. Informationsbehovet finns oaktat marknadssituation och regeringen menade att mycket talar för att informationen bör tillhandahållas innan påfrestningar gör sig påminda. Utvecklingen på aktiemarknaderna efter halvårsskiftet 2011 var exempel på en sådan period och bekräftar behovet av information om förvalsalternativets inriktning och risknivå. Både för den enskilde spararen och förtroendet för premiepensionssystemet är det viktigt att det finns en bild av den förväntade utvecklingen och riskerna. Det utgör i sin tur en god grund för kommunikationen kring resultatet i perioder med negativ/svag utveckling på aktiemarknaderna.

Sjunde AP-fonden har under 2011 fastställt en ny kommunikationsstrategi. Fonden har också ökat resurserna för arbetet genom att anställa en informationschef. Det är positivt att frågan får ökad uppmärksamhet i fonden, även om resultatet låter vänta på sig. I arbetet bör Sjunde AP-fonden, som konstaterades förra året, tillse att det finns tillräcklig information tillgänglig om fondens olika placeringsalternativ avseende strategi och risknivå. Målet bör vara att den sparare som söker informationen lätt ska kunna finna den och förstå vad placeringsalternativet innebär i termer av risk och förväntad avkastning.

4.4.2 Operativ förvaltning

Regeringens bedömning: Sedan Sjunde AP-fondens nya fonder, AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond, infördes i maj 2010 är den aktiva förvaltningen negativ redan före kostnader. Perioden är emellertid för kort för att kunna läggas till grund för slutsatser, men det är positivt att fonden tillvaratar gjorda erfarenheter.

Sjunde AP-fonden har genomfört en utvärdering av sin renodlade aktiva förvaltning. Resultatet i den förvaltningen bedöms inte vara tillfredsställande med beaktande av riskerna i verksamheten. Fonden redovisar utvärderingen, vilket är positivt eftersom det bidrar till den öppenhet som bör prägla AP-fondernas verksamhet.

Regeringens bedömning i föregående års skrivelse: Trots en fortsatt återhämtning under 2010 är både Premiesparfondens och Premievalsfondens aktiva avkastning under femårsperioden 2006–2010 otillfredsställande.

Sjunde AP-fonden har sedan några år renodlat sin aktiva förvaltning men det är ännu för tidigt att utvärdera resultatet.

Verksamheten bedrivs i begränsad omfattning, vilket inte hindrar att den aktiva förvaltningen även fortsättningsvis granskas kritiskt. I likhet med Första–Fjärde AP-fonderna är det viktigt att resultaten och riskerna redovisas tydligt.

McKinsey: Den aktiva avkastningen i AP7 Aktiefond respektive AP7 Räntefond uppgick under 2011 till -1,23 respektive -1,65 procentenheter. Sedan starten i maj 2010 uppgår resultatet till -0,57 respektive -0,84 procentenheter per år. De två främsta källorna till resultatet i aktiefonden 2011 var fondens dynamiska hävstång och den renodlade aktiva förvaltningen, vilka bidrog med -1 028 respektive 276 miljoner kronor, vilket är lägre än fondens mål för den aktiva förvaltningen. Målet för den renodlade aktiva förvaltningen är 300 miljoner kronor per år och för den dynamiska hävstången är målet 500 miljoner kronor per år över en femårsperiod.

Sjunde AP-fonden har under senare år förändrat sin modell för aktiv förvaltning genom absolutavkastande mandat och en dynamisk hävstång. Den tidigare modellen med traditionell aktiv förvaltning uppvisade negativt resultat åtta år av tio under perioden 2001–2010 och sedan den nya modellen infördes har fonden, genom den dynamiska hävstången, fortsatt att uppvisa negativt resultat. En fråga är mot denna bakgrund är om Sjunde AP-fonden har förutsättningar att framåt generera

tillfredsställande aktiv avkastning med den nya modellen och i vilken utsträckning och i vilken form den aktiva förvaltningen bör bedrivas.

Skälen för regeringens bedömning: Sjunde AP-fondens styrelse har fastställt målet att AP7 Aktiefond respektive AP7 Räntefond ska överträffa sina respektive jämförelseindex. Under den begränsade perioden sedan de nya fonderna startade den 24 maj 2010, som inte kan läggas till grund för bedömning, har resultatet inte uppnåtts (tabell 4.7).

Tabell 4.7 Sjunde AP-fondens avkastning före kostnader i förhållande till jämförelseindex fr.o.m. 24 maj 2010 t.o.m. 2011 (procent per år)

	2011	24 maj – 31 dec 2010	24 maj 2010–2011
AP7 Aktiefond	-1,23	0,08	-0,57
AP7 Räntefond	-1,65	-0,04	-0,84

Not. Avser avkastning före kostnader enligt "stängningskursmodellen" (se avsnitt 4.3).

Källa: McKinsey.

Det negativa resultatet i AP7 Räntefond under 2011 förklaras av enskilda positioner som Sjunde AP-fonden har stängt. Enligt fonden förvaltas räntefonden nu passivt.

I AP7 Aktiefond har styrelsen fastställt två mål för den aktiva förvaltningen. Det ena målet är att den aktiva förvaltningen ska generera ett absolut bidrag till fondens resultat på 300 miljoner kronor per år. Under 2011 var resultatet 276 miljoner kronor, vilket innebär att målet underskreds. Det andra målet är att fonden över rullande femårsperioder ska generera 500 miljoner kronor per år genom att anpassa aktieexponeringen i portföljen till marknadens utveckling, fondens s.k. dynamiska hävstång. Denna anpassning sker genom avsteg från riktmärket om en aktieexponering på 150 procent, t.o.m. 2011 inom intervallet 100 till 170 procent. Under 2011 uppgick resultatet i den dynamiska hävstången till -1 028 miljoner kronor. Sedan starten den 24 maj 2010 är resultatet -754 miljoner kronor, vilket motsvarar -377 miljoner kronor per år. Den dynamiska hävstången har under 2011 varierat mellan noll och 15 procentenheter från riktmärket på 150 procent. Det sammantagna operativa resultatet i aktiefonden (-752 miljoner kronor) motsvarade 0,7 procent av genomsnittligt fondkapital under 2011.

I likhet med vad som konstaterades förra året bör resultatet i fondens aktiva förvaltning relateras till den totala risken med förvaltningen, i syfte att kunna förstå och utvärdera verksamheten. I de renodlade mandaten torde ett sådant sätt vara att relatera till den maximala förlustrisk fonden bär. Risken kan också anges i termer av de faktiska svängningarna i resultatet under året, t.ex. resultatet vid utgången av varje månad eller som standardavvikelse i daglig eller veckovis avkastning.

Under 2011 har styrelsen beslutat att begränsa utrymmet inom den dynamiska hävstången. Från och med 2012 uppgår mandatet för vd för den dynamiska hävstången till 140–160 procent (dvs. +/- 10 procentenheter från riktmärket 150 procent).

Det är positivt att fonden tillvaratar hittillsvarande erfarenhet, även om perioden är kort. Sannolikt har risken förknippad med den dynamiska hävstången blivit kännbar under 2011, i samband med en hög

aktieexponering när marknaden utvecklades negativt. Detta vittnar om behovet att relatera mål och mandat till risktolerans.

Sjunde AP-fonden har genomfört en utvärdering av fondens renodlade aktiva förvaltning. Utvärderingen finns tillgänglig på fondens hemsida. Det är i sig positivt att verksamheten utvärderas och läggs till grund för beslut om fortsatt förvaltning. Här bör också noteras att det är särskilt positivt att fonden tillgängliggör resultaten (se avsnitt 4.5).

I fondens egen utvärdering presenteras resultatet efter förvaltningskostnader. Studien visar att den ackumulerade vinsten motsvarar 16 procent av de uppsatta målen för förvaltningen under perioden. Resultatet täcker således fondens kostnader för verksamheten, men som konstaterats ovan (och i avsnitt 4.2.2) bör resultatet också ställas i relation till den risk fonden tagit. I utvärderingen presenteras variationen i resultatet (risken) över tid och slutsatsen att risken varit betydande i relation till den genomsnittliga avkastningen. Erfarenheterna bör tas tillvara.

4.5 Övriga förvaltningsfrågor

Regeringens bedömning: AP-fonderna fortsätter att utveckla arbetet med riktlinjer för etik och miljö. Regeringen bedömer att det bedrivs ett viktigt arbete i Första–Fjärde AP-fonderna med att integrera frågorna i den löpande analysen och förvaltningen. Som konstaterades av Etik- och miljöutredningen är det så etik- och miljöfrågorna bäst hanteras för att uppfylla uppdraget om hänsyn till etik och miljö i investeringarna utan att göra avkall på målet om långsiktigt hög avkastning.

Regeringen lägger stor vikt vid ersättningsfrågor eftersom dessa har betydelse för allmänhetens förtroende för AP-fonderna och ytterst för pensionssystemet. Mot den bakgrunden har regeringen beslutat om riktlinjer för fondernas styrelser när det gäller anställningsvillkor för ledande befattningshavare. Riktlinjerna omfattar både anställda i fonderna och hur fonderna agerar i rollen som ägare av börsbolag. AP-fonderna redovisar i år underlag kring ersättningar till fondens anställda och en bedömning av hur ersättningarna förhåller sig till regeringens riktlinjer. Regeringen välkomnar den genomgång fonderna har gjort och den ökade genomlysning av ersättningar till fondernas anställda som blir resultatet. Regeringen förutsätter att styrelserna löpande följer upp och bedömer löneläget i förhållande till regeringens riktlinjer samt öppet redovisar underlag och bedömningar.

Regeringens bedömning i föregående års skrivelse: Första–Fjärde AP-fonderna har under 2010 fortsatt att utveckla och stärka arbetet med fondernas riktlinjer för miljö och etik. Viktiga steg har tagits när det gäller värdegrund och resurser för att säkerställa kvalitet i samarbetet inom miljö och etik.

Regeringen lägger stor vikt vid ersättningsfrågor eftersom de har betydelse för allmänhetens förtroende för AP-fonderna och ytterst för pensionssystemet. Mot den bakgrunden har regeringen beslutat om riktlinjer för fondernas styrelser när det gäller anställningsvillkor för

ledande befattningshavare. Riktlinjerna omfattar både anställda i fonderna och hur fonderna agerar i rollen som ägare av börsbolag.

Styrelserna ansvarar för fondernas verksamhet. Regeringen konstaterar att det baserat på revisorernas granskning och AP-fondernas årsredovisningar saknas underlag för att granska styrelsernas övergripande bedömning av om ersättningarna till fondens anställda överensstämmer med regeringens riktlinjer, bl.a. att de ska vara rimliga, väl avvägda och präglade av måttfullhet. Regeringen ser allvarligt på att det inte är möjligt att bedöma om ersättningarna uppfyller principerna i riktlinjerna. Ersättningarna förefaller höga i förhållande till andra myndigheter med kapitalförvaltande verksamhet, såsom Riksbanken, Riksgäldskontoret och Kammarkollegiet, men ungefär i nivå med ersättningar i några stora privata pensionsförvaltare. Regeringen förutsätter att fonderna skyndsamt tillgängliggör underlag kring ersättningar till fondens anställda och en bedömning av hur de förhåller sig till principerna i riktlinjerna såvitt avser konkurrenskraft, icke löneledande och måttfullhet. Regeringen avser att noga följa upp frågan.

Regeringen konstaterar också att fonderna, i rollen som ägare av börsbolag, har agerat för ersättningsvillkor som inte är fullt förenliga med regeringens riktlinjer.

Regeringen har tidigare bedömt att AP-fonderna, i första hand Första- Fjärde AP-fonderna, har möjlighet att sänka sina förvaltningskostnader genom administrativt samarbete inom t.ex. it och administration, i enlighet med det utrymme som lämnas av lag och förarbeten. Som svar på regeringens uttalande har AP-fonderna under 2010 etablerat ett forum för samverkan i syfte att åstadkomma kostnadsbesparingar. Regeringen bedömer att resultatet hittills varit begränsat. Det är otillfredsställande att samarbetet inte har kommit längre och fonderna bör därför fortsätta arbeta aktivt för att genom samarbete sänka förvaltningskostnaderna. Regeringen kommer att noga följa det fortsatta arbetet.

Ernst & Young: AP-fondernas revisorer har haft Finansdepartementets uppdrag att granska AP-fondernas riktlinjer för ersättningar till ledande befattningshavare, vilket inkluderade en bedömning av om de riktlinjer som har gällt för räkenskapsåret har följts eller inte.

Revisorerna har utfört granskningen i enlighet med FAR SRS rekommendation RevR 8 (Granskning av ersättningar till ledande befattningshavare i aktiemarknadsbolag) i syfte att lämna ett yttrande över huruvida fondens riktlinjer och efterlevnaden av dessa följer regeringens riktlinjer. Revisorerna har granskat fondernas organisation för och dokumentation av ersättningar för samtliga anställda. Revisorerna har vidare granskat ersättningsprinciper samt gjort stickprov på utbetalda ersättningar. Styrelsens rutiner för att bedöma och försäkra sig om att den totala ersättningen följer riktlinjerna har granskats. Med anledning av granskningen konstaterar revisorerna att fonderna i allt väsentligt följt de riktlinjer för ersättningar till ledande befattningshavare och övriga anställda i fonderna som regeringen beslutat om. Revisorerna konstaterar vidare att Första och Andra AP-fonderna avvikit från riktlinjerna vad gäller uppsägningstid för vissa ledande befattningshavare av skäl som redovisas i årsredovisningen.

När det gäller kravet om att verka för att riktlinjerna även tillämpas i företag som ägs av AP-fonderna konstaterar revisorerna att riktlinjerna ger fondernas styrelser utrymme att göra egna bedömningar. Detta utrymme medför att fonderna vid tillämpningen av riktlinjerna kan fatta beslut som avviker från principerna om detta bedöms vara till fondens fördel. Mot denna bakgrund bedömer revisorerna att AP-fondernas ägarpolicy inte står i direkt strid med regeringens riktlinjer. I förhållande till fondernas agerande som ägare noterar revisorerna också att det i fondernas ägarpolicy och årsredovisning inte klart framgår om fonderna anser sig följa riktlinjerna och därmed verka för att riktlinjerna tillämpas så långt som möjligt i företag där fonden direkt eller genom företag är delägare.

Skälen för regeringens bedömning

Fondernas riktlinjer för miljö och etik

Sedan två år tillbaka ingår fondernas arbete med riktlinjer för miljö och etik som ett eget område i regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet. Syftet är att följa upp utvecklingen i fonderna, med Etik- och miljöutredningens förslag (SOU 2008:107) som grund, och metoden har utvecklats på uppmaning av finansutskottet. I sin senaste behandling av regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet (t.o.m. 2010) bedömde utskottet att utvärderingen bidrar till att fondernas arbete inom detta område uppmärksammas och att arbetet löpande utvecklas (bet. 2011/12:FiU6).

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.

I likhet med tidigare år är ett tecken att utredningen inte har förlorat i aktualitet att AP-fonderna arbetar inom de områden där Etik- och miljöutredningen lämnade rekommendationer. 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 kvalitet i arbetet med miljö och etik,
- AP-fonderna kan utveckla samarbetet inom miljö och etik,
- principerna för bolagens ersättningsvillkor har viktiga förtroendimensioner och är därför en viktig uppgift för fonderna och
- fondernas arbete med miljö och etik bör utvärderas regelbundet.

Etik- och miljöutredningen konstaterade att arbetet bäst hanteras genom att integreras i fondernas löpande analys och förvaltning. Det förutsätter bl.a. en etablerad värdegrund, kompetens och tillräckliga resurser. Ett utvecklat samarbete mellan fonderna främjar också att detta sker kostnadseffektivt och med ökad styrka, i synnerhet gentemot utländska bolag. Tidigare år har regeringen följt upp fondernas arbete med att utveckla värdegrund, resurser i arbetet och samarbetet genom Etikrådet. I årets utvärdering belyser regeringen integrationen.

I Första–Fjärde AP-fonderna utvecklas metoder för att integrera etik- och miljöfrågor i den löpande analysen och förvaltningen, vilket innebär att arbetet breddas från fondernas specialister inom ägarstyrning och hållbarhetsfrågor till kapitalförvaltningen. Målet är att analys av hållbarhetsfrågor i bolag ska ingå som en naturlig del i den finansiella analysen av investeringar, i den löpande förvaltningen och i ägarstyrningen. Ett centralt moment i att integrera frågorna bedöms vara att ansvaret breddas till att även omfatta de inom fonden som har förvaltningsansvaret. Till exempel har Fjärde AP-fonden lagt ut ansvaret för att integrera etik- och miljöfrågor på respektive förvaltningsenhet. Inom den svenska aktieförvaltningen, som baseras på fundamental analys av företag, analyseras etik- och miljöfrågor, vilka tas upp i dialogen med bolagen. Fjärde AP-fonden redovisar detta arbete i fondens ägarstyrningsrapport för 2011.

Styrningen och formerna för arbetet skiljer sig åt mellan fonderna, bl.a. beroende på förvaltningsmodell och graden av intern respektive extern förvaltning. Första AP-fonden anger t.ex. behovet av kontroll över vilka företag fonden äger som ett skäl för att i högre grad bedriva förvaltningen internt. Vid extern förvaltning kan integreringen i stället ske genom uppdragets utformning och krav på rapportering från förvaltarna. Sjunde AP-fonden, som har en stor del extern förvaltning, använder sedan länge en metod med riktlinjer till förvaltarna kring företag i vilka fonden inte investerar, den s.k. svarta listan, och uppföljande diskussioner om etik- och miljöfrågor med förvaltarna.

Fonderna pekar på investeringar där etik- och miljöfrågorna spelar en central roll. Här kan nämnas Andra AP-fondens investeringar i jordbruksfastigheter. Som ett led i investeringsprocessen har fonden tillsammans med andra internationella investerare utvecklat principer för ansvarsfulla investeringar i jordbruksfastigheter. Bland fonderna finns

också intresse för särskilda tematiska investeringar, såsom Andra och Tredje AP-fondernas investeringar i gröna obligationer. Första AP-fonden har genomfört en särskild analys av klimatförändringarnas konsekvenser. Första AP-fonden bedömer att klimatförändringarna är den hållbarhetsfråga som kommer att ha störst inverkan på fondens långsiktiga avkastning.

Arbetet att integrera frågorna förutsätter resurser, kompetensutveckling och styrning, åtgärder som Första–Fjärde AP-fonderna arbetar med. Utvecklingen i fonderna bedöms mot denna bakgrund som positiv och i linje med Etik- och miljöutredningens rekommendationer. Regeringen välkomnar fortsatt arbete inom detta område.

Första–Fjärde AP-fonderna samarbetar inom det gemensamma Etikrådet. Som konstaterats tidigare år bedöms detta vara ett kostnadseffektivt sätt att arbeta med frågorna. Samarbetet inom Etikrådet och med andra investerare som är minoritetsägare kan, även det, öka genomslaget. I det syftet deltar fonderna också i samarbeten med andra investerare, dels mot enskilda bolag, dels inom initiativ på olika områden. Under 2011 har Etikrådets samarbete med Sjunde AP-fonden utvecklats, inom ramen för Etikrådets förebyggande arbete med etik- och miljöfrågor i gruvsektorn, vilket regeringen ser som positivt.

Regeringen har tidigare kommenterat att samarbetet inom Etikrådet inte får avhålla fonderna från att integrera miljö och etikfrågorna i den löpande förvaltningen. Detta synsätt bekräftas av det arbete som nu pågår i fonderna.

I likhet med tidigare år vill regeringen belysa kravet på öppenhet från fondernas sida i syfte att stärka fondernas trovärdighet. Regeringen noterar att Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna alltjämt arbetar aktivt med etik- och miljöfrågor i en omfattning som sannolikt inte är känd för allmänheten. Utåtriktad kommunikation, oavsett fondernas vägval, bör därför eftersträvas. Etikrådets årsrapport är ett bra exempel, liksom att fonderna inkluderar information om arbetet på hemsida, i ägarrapport och årsredovisning.

När det gäller behovet av att AP-fonderna tillhandahåller rättvisande information om sin verksamhet och sitt resultat, mot bakgrund av fondernas offentliga uppdrag och roll inom pensionssystemet, kvarstår önskemålet om i vissa fall tydligare information om fondernas resultat. Det handlar om bakomliggande orsaker till fondernas resultat, risker i verksamheten och resultatet i fondernas operativa förvaltning (avsnitt 4.2.2). Flera fonder har under 2011 utvecklat modeller för utvärdering av resultatet och regeringen ser att dessa kan ligga till grund för att stärka redovisningen av de bakomliggande orsakerna till resultatet.

Bland Etik- och miljöutredningens förslag ingick även frågor om styrelsernas arbete, process för utnämning och utvärdering av styrelsernas arbete. I regeringens dialog med styrelseordförande följts frågan om utvärdering av styrelsens arbete upp och det kan konstateras att samtliga styrelser har rutin för utvärdering av arbetet. Under de senaste åren har omsättningen av ledamöter i styrelserna, inklusive ordförande, varit relativt hög. Mot bakgrund av detta har några fonder skjutit på utvärderingen något men under 2011/2012 genomför alla fonder utom en fond en extern utvärdering av styrelsens arbete.

Bland förtroendefrämjande åtgärder har regeringen uppmärksammat förändringar i fondernas förvaltningsmodeller. Iakttagelsen baseras på att fondernas avkastning i sig är ett viktigt etiskt mål och att de förändringar som genomförts syftat till att minska risken för kraftigt negativa utfall i fondernas resultat i samband med utbredd marknadsoro. Första–Fjärde AP-fonderna har genomfört förändringar i portföljerna med målet att öka riskspridningen, genom bl.a. ökat inslag av alternativa tillgångar. I olika utsträckning försöker de också anpassa risken i portföljen efter förväntad utveckling på marknaden. Sjunde AP-fonden har anpassat fondens s.k. dynamiska hävstång till fondens risktolerans. Sjätte AP-fonden har renodlat sin portfölj baserat på resultatet inom olika typer av investeringar och fastlagt en ny strategi baserat på detta. Under 2011 har Sjätte AP-fonden beslutat om såväl ny strategi, inklusive nytt mål för verksamheten, som förändringar av fondens organisation, vilket sammantaget betraktas som genomgripande förändringar för att stärka förtroendet för fondens verksamhet.

Regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna

Mot bakgrund av ersättningsvilkorens stora betydelse för allmänhetens förtroende för fondernas arbete beslutade regeringen under 2009 om separata riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna. Riktlinjerna utgör en del av regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna (*bilaga 1*). Riktlinjerna riktar sig till AP-fondernas styrelser som har att inom ramen för det uppdrag som lagstiftningen anger omsätta riktlinjerna på ett ansvarsfullt sätt. 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.

Enligt regeringens riktlinjer bör styrelserna i AP-fonderna besluta om särskilda riktlinjer för ersättningsfrågor inom den egna fonden, vilka bör vara förenliga med regeringens riktlinjer. Av styrelsens riktlinjer bör bl.a. framgå hur styrelsen säkerställer att ersättningarna följer dessa riktlinjer. Av AP-fondernas årsredovisningar bör det framgå om riktlinjerna har följts eller inte och skälen för eventuell avvikelse. AP-fondernas revisorer ska till revisionsberättelsen foga ett skriftligt och undertecknat yttrande avseende hur de bedömer att de riktlinjer som har gällt för räkenskapsåret har följts eller inte. I enlighet med riktlinjerna har Finansdepartementet gett AP-fondernas revisorer ett särskilt uppdrag att granska fondernas genomförande av regeringens riktlinjer för anställningsvillkor. Av revisorernas granskning framgår att revisorerna bedömer att regeringens riktlinjer i allt väsentligt följs. Revisorerna konstaterar vissa undantag som avser att två av fonderna avvikit från riktlinjerna vad gäller uppsägningstid för vissa ledande befattningshavare. Skälet till att uppsägningstid, enligt gällande avtal, inte har omförhandlats är att det skulle medföra högre kostnader för dessa två fonder. Regeringens riktlinjer på området syftar till att kontrollera kostnaderna vid uppsägning. Därmed utgår regeringen från

att det i förlängningen inte kommer att finnas några avtal med avvikande innehåll.

Förra året konstaterade regeringen att det saknades underlag för att granska styrelsernas övergripande bedömning av om ersättningarna till fondens anställda överensstämmer med regeringens riktlinjer, bl.a. att de ska vara rimliga, väl avvägda och präglade av måttfullhet. Mot den bakgrunden har regeringen i årets utvärdering särskilt granskat att styrelsens bedömning har redovisats offentligt inklusive motiv för bedömningen. I årsredovisningarna avseende 2011 finns i flertalet fall ett uttalande från styrelsens sida om att regeringens riktlinjer för anställningsvillkor följs. Sjätte AP-fonden har i sin årsredovisning också redogjort för den process och hur de tagit fram underlag för analys för att kunna göra ett ställningstagande om att fonden följer regeringens riktlinjer. Samtliga AP-fonder har därutöver presenterat information om hur de arbetar med att följa regeringens riktlinjer på sina hemsidor. Även här framgår bl.a. den process de arbetar efter beträffande underlaget för ställningstagandet om att fonden följer regeringens riktlinjer.

När det gäller detta underlag framkommer att AP-fonderna har genomfört jämförelser av ersättningarna med företag och myndigheter som har motsvarande uppdrag och att fonderna i förekommande fall har motiverat och förklarat eventuella avvikelser. AP-fonderna har således redovisat hur de arbetar med att följa riktlinjerna och, på övergripande nivå, det underlag som har legat till grund för styrelsens bedömning av ersättningarna till fondens anställda.

Regeringen bedömer att AP-fonderna nu har utvecklat en process som tar fasta på regeringens riktlinjer. Det är angeläget att arbetet fortsätter med denna inriktning i syfte säkerställa en även på detta område god genomlysning av fonden. Regeringen anser att styrelsen löpande bör analysera och resonera kring ersättningsnivån i fonden och öppet redovisa sin bedömning i enlighet med principerna i regeringens riktlinjer. Årsredovisningarna bör även fortsättningsvis innehålla information om riktlinjerna har följts eller inte och skälen för eventuell avvikelse. Styrelserna bör därutöver också löpande tillgängliggöra resultatet av de återkommande analyserna och jämförelserna av ersättningsnivåerna inom fonderna. Regeringen avser att i enlighet med riktlinjerna löpande följa hur fonderna följer riktlinjerna.

Förra året konstaterade regeringen att redovisning av beviljade ersättningar till ledande befattningshavare inte var fullständig. Flertalet fonder har i årsredovisningarna avseende 2011 specificerat informationen om ersättningar till ledande befattningshavare. I enlighet med riktlinjerna redovisas, med ett undantag, ersättningarna per ledande befattningshavare.

Regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna ska även tillämpas i företag där fonden direkt eller genom företag är delägare. Fonderna reviderade därför sina egna riktlinjer för bolagsstyrning under 2009. Revideringen innebar bl.a. att kraven på ersättningsvillkor delvis stärktes. Första–Fjärde AP-fonderna redogör i årsredovisningarna hur de arbetar med ersättningssystemen och här anges bl.a. att dessa ska vara rimliga, transparenta, möjliga att förklara och att de utvärderas. Flera av fonderna

(Andra, Tredje och Fjärde AP-fonderna för 2010/2011) lämnar också separata ägarrapporter. Skr. 2011/12:130

Bakgrund

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

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

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

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

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

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

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

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

OECD, utan att dessa för den skull ska anses gälla AP-fonderna i sin helhet.

Skr. 2011/12:130

Bilaga 1

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 stämmovalda 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.

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

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

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

Regeringens utvärdering

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

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

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 önskvärheten av långsiktighet och behovet av effektiv styrning. Vid utvärdering av styrelsernas strategiska beslut bör den granskade perioden vara längre.

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

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

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

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

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 ersättningsvilkorens 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 anställda 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.

AP-fonderna ska redovisa ersättningar till de ledande befattningshavarna på motsvarande sätt som noterade företag. Det innebär att AP-fonderna ska iakttä 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 avvikelser. Vidare ska AP-fondernas revisorer till revisionsberättelsen föga ett skriftligt och undertecknat yttrande avseende om de anser att de riktlinjer som har gällt för räkenskapsåret har följts eller inte.

Definitioner

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

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

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

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

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

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