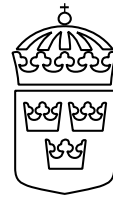


# Regeringens skrivelse

## 2016/17:130



AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2016

Skr.  
2016/17:130

---

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 24 maj 2017

*Stefan Löfven*

*Per Bolund*  
(Finansdepartementet)

## Skrivelsens huvudsakliga innehåll

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

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

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

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

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

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

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

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

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

De senaste årens ökning av förvaltningskostnaderna för buffertfonderna (Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna) bröts 2016. Kostnaderna uppgick under 2016 till 1 737 miljoner kronor, vilket var ca 100 miljoner kronor eller 6 procent mindre än föregående år. En förklaring till att kostnaderna minskade 2016 är att en del kapital som tidigare förvaltats externt tagits hem för att förvaltas internt och att en del externa mandat omstrukturerats. 2016 minskade förvaltningskostnaderna som andel av det totala buffertkapitalet från 0,152 till 0,136 procent jämfört med föregående år. En externt genomförd studie visar att Första–Fjärde AP-fonderna är kostnadseffektiva jämfört med ett urval utländska pensionsfonder med liknande uppdrag och storlek. För AP-fonderna, liksom för övrig verksamhet i offentlig regi, är det dock viktigt att ständigt arbeta för en hög kostnadseffektivitet.

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

1	Inledning .....	5
2	AP-fonderna och det allmänna pensionssystemet .....	6
2.1	Inkomstpensionssystemet .....	7
2.2	Premiepensionssystemet .....	10
3	Buffertfondernas samlade resultat .....	13
3.1	Rollen som buffert för hantering av över- och underskott .....	13
3.2	Rollen som långsiktig finansiär .....	14
3.3	Avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder .....	23
3.4	Tillgångsallokering och avkastning per tillgångslag .....	24
3.5	Utvecklingen på finansmarknaderna .....	26
4	Buffertfondernas samlade kostnader .....	28
4.1	Kostnadsutvecklingen .....	28
4.2	Kostnadseffektivitet jämfört med utländska pensionsfonder .....	34
5	Redovisning och utvärdering av respektive AP-fond .....	37
5.1	Första AP-fonden .....	37
5.2	Andra AP-fonden .....	43
5.3	Tredje AP-fonden .....	50
5.4	Fjärde AP-fonden .....	57
5.5	Sjätte AP-fonden .....	64
5.6	Sjunde AP-fonden .....	72
6	Övriga förvaltningsfrågor .....	79
6.1	Hållbarhet och ägarstyrning .....	79
6.2	Översyn av placeringsreglerna .....	80
6.3	Process för prövning av sidoupdrag för styrelseledamöter .....	80
6.4	Samarbete mellan AP-fonderna .....	81
6.5	Sammanfattning från revision .....	82
Bilaga 1	Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna .....	84
Bilaga 2	Placeringsbestämmelser för AP-fondernas verksamhet i sammandrag .....	93
Bilaga 3	Utdrag ur årsredovisning för Första AP-fonden .....	97
Bilaga 4	Utdrag ur årsredovisning för Andra AP-fonden .....	118
Bilaga 5	Utdrag ur årsredovisning för Tredje AP-fonden .....	137
Bilaga 6	Utdrag ur årsredovisning för Fjärde AP-fonden .....	154
Bilaga 7	Utdrag ur årsredovisning för Sjätte AP-fonden .....	176
Bilaga 8	Utdrag ur årsredovisning för Sjunde AP-fonden .....	192
Bilaga 9	Underlag från McKinsey & Company .....	216
	Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 24 maj 2017 .....	335

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

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

## *Innehållsöversikt*

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

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

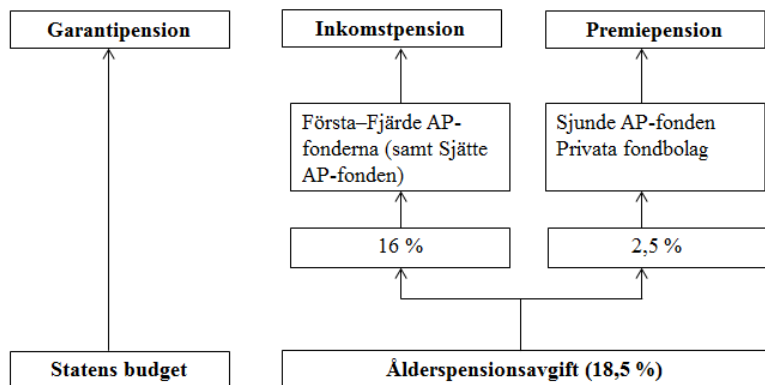
## 2 AP-fonderna och det allmänna pensionssystemet

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

Utformningen av det allmänna pensionssystem har sin bakgrund i den pensionsreform som genomfördes i januari 1999. Pensionsreformen var ett resultat av en bred partiuppställning mellan Socialdemokraterna och de fyra borgerliga partierna<sup>1</sup>. Reformen innebar att pensionssystemet gjordes självfinansierande (via avgifter) och att det infördes en funktion så att pensionerna automatiskt anpassas till den ekonomiska tillväxten, den s.k. automatiska balanseringen. Den avgiftsbaserade inkomst- och premiepensionen ersatte tidigare förmånsbestämda ATP och folkpension. För de som tjänat in pension tidigare inrättades övergångsregler (s.k. tilläggspension) och för de som haft låg eller ingen inkomst infördes garantipension. Garantipension är ett grundskydd som finansieras via statsbudgeten.

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

**Figur 2.1 Det allmänna pensionssystemet**



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

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

### *Buffertfonderna och det allmänna pensionssystemet*

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

Enligt lagen är fondernas uppdrag att förvalta fondmedlen så att de blir till största möjliga nytta för inkomstpensionssystemet. Förvaltningen ska ta sin utgångspunkt i pensionssystemets åtagande. Målet är att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risken i placeringarna. Den totala risknivån i förvaltningen ska vara låg, vilket inte ska tolkas som ett mål att minimera risken. Av det följer däremot ett krav på god riskspridning. Risk och avkastning ska tolkas i termer av utgående pensioner.

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

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

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

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

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

#### *Buffertfondernas två olika roller*

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

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

#### *Inkomstpensionssystemets finansiella ställning*

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



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

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

<b>Beräkningsår</b>	<b>2016<sup>1</sup></b>	<b>2015<sup>1</sup></b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>
<b>Balanserinsår</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Buffertfonden, medelvärde <sup>1</sup>			1 067	963	908	865	810	811	821
Buffertfonden	1 321	1 230	1 185	1 058	958	873	895	827	707
Avgiftstillgången	7 737	7 457	7 380	7 123	6 915	6 828	6 575	6 362	6 477
<b>Summa tillgångar</b>	<b>9 058</b>	<b>8 688</b>	<b>8 565</b>	<b>8 180</b>	<b>7 873</b>	<b>7 700</b>	<b>7 469</b>	<b>7 189</b>	<b>7 184</b>
<b>Pensionsskuld</b>	<b>8 714</b>	<b>8 517</b>	<b>8 141</b>	<b>8 053</b>	<b>7 952</b>	<b>7 543</b>	<b>7 367</b>	<b>7 512</b>	<b>7 428</b>
Över-/underskott	344	171	423	127	-80	157	103	-323	-243
<b>Balanstal<sup>2</sup></b>	<b>1,0395</b>	<b>1,0201</b>	<b>1,0375</b>	<b>1,0040</b>	<b>0,9837</b>	<b>1,0198</b>	<b>1,0024</b>	<b>0,9549</b>	<b>0,9826</b>
Dämpat balanstal	1,0132	1,0067							


  
 T I L L G Å N G A R O C H S K U L D E R B E R Ä K N A D E E N L I G T
   

  
 D E N Y A B E R Ä K N I N G S R E G L E R N A
   

  
 F Ö R Å R N O M M E R T I L L 2 0 1 4 Å R I B A L A N S T A L E T
   

  
 B E R Ä K N A D E E N L I G T A N D R A B E R Ä K N I N G S R E G L E R
   

  
 I Å R L L A P E N S I O N S M Y N D I G H E T E N S Å R S R E D O V I S N I N G
   

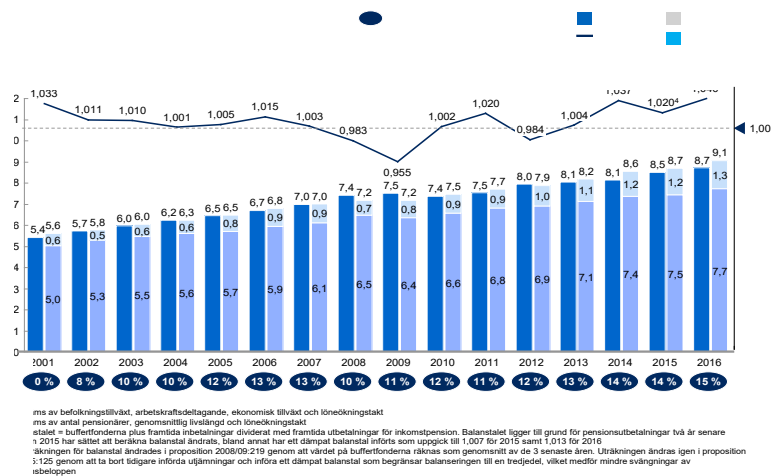
  
 F Ö R 2 0 1 6 S . 1 2 1

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

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

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

**Figur 2.2 Utveckling av tillgångar och skulder i inkomstpensionssystemet**



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

## 2.2 Premiepensionssystemet

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

Premiepension kan antingen tas ut som traditionell försäkring eller som fondförsäkring. Traditionell försäkring innebär att pensionen beräknas som ett livsvarigt garanterat nominellt belopp och om förvaltningen går bra erhålls ett tilläggsbelopp. Den försäkrades fondandelar säljs och Pensionsmyndigheten tar över investeringsansvaret. Fondförsäkring innebär att den försäkrade behåller sitt sparande i de valfria premiepensionsfonderna. I fondförsäkringen räknas pensions-

utbetalningarnas storlek årligen om med utgångspunkt från fondandelarnas värde i december. Följande år säljs det antal fondandelar som krävs för att finansiera den beräknade premiepensionen. Om fondandelarnas värde ökar säljs färre andelar och om fondandelarnas värde minskar säljs fler andelar.

### *Sjunde AP-fondens roll*

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

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

### *Premiepensionssystemets finansiella ställning*

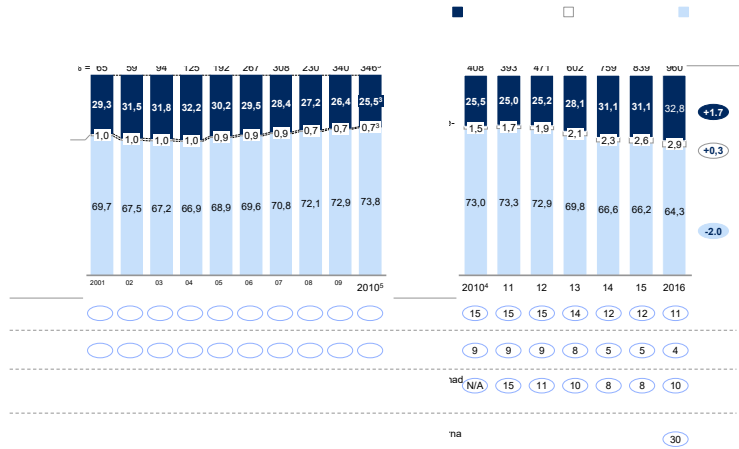
Vid utgången av 2016 hade premiepensionssystemet 7,2 miljoner pensionssparare och pensionärer. Det totala marknadsvärdet på premiepensionskapitalet (fondförsäkringen) uppgick vid samma tidpunkt till 960 miljarder kronor. Under 2016 uppgick den sammanlagda värdeutvecklingen för fondförsäkringen till 90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

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

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

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

**Figur 2.3 Utvecklingen av det totala kapitalet i premiepensionssystemet**



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

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

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

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

#### 3.1 Rollen som buffert för hantering av över- och underskott

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

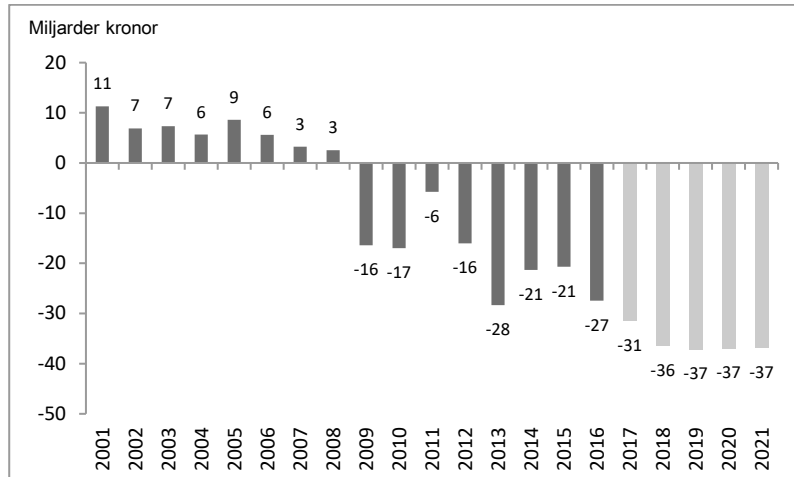
#### Skälen för regeringens bedömning

##### *Sammanfattning*

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

##### *Nettoflödet mellan pensionssystemet och Första–Fjärde AP-fonderna*

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

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





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

### 3.2 Rollen som långsiktig finansiär

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

Buffertfondernas avkastning har uppvisat stora variationer över åren. Den genomsnittliga avkastningen efter kostnader överstiger dock

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

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

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

## Skälen för regeringens bedömning

### *Sammanfattning*

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

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

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

### *Buffertfondernas lagfästa mål och uppdrag*

AP-fondernas uppdrag är att förvalta fondmedlen så att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Förvaltningen ska ta sin utgångspunkt i pensionssystemets åtagande. Målet är att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risken i placeringarna. Den totala risknivån i förvaltningen ska vara låg, vilket inte ska tolkas som ett mål att minimera risken. Av det följer däremot ett krav på god riskspridning. Risk och avkastning ska tolkas i termer av

Skr. 2016/17:130 utgående pensioner och nödvändig betalningsberedskap ska upprätthållas.

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

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

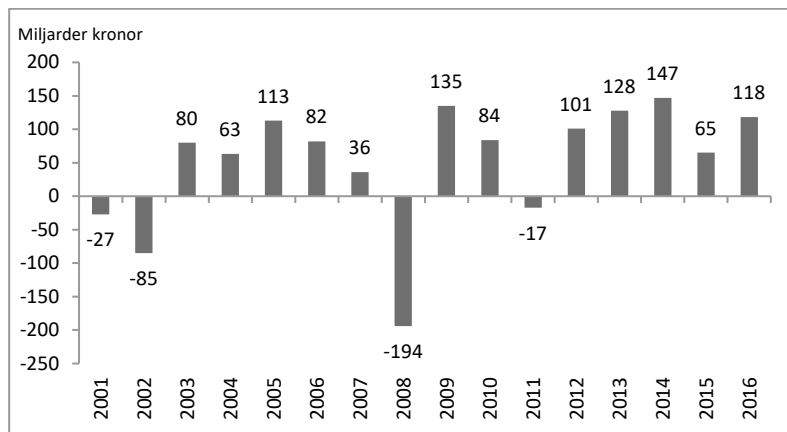
#### *Resultatuppföljning*

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



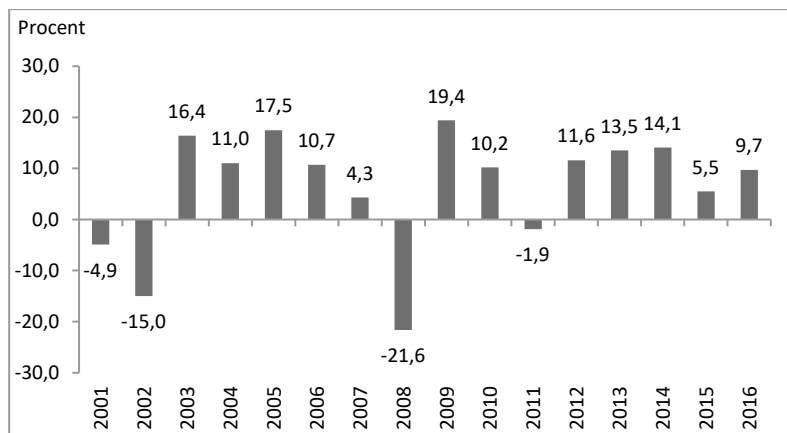
**Figur 3.2 Buffertfondernas samlade resultat efter kostnader i miljarder kronor**

Skr. 2016/17:130



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

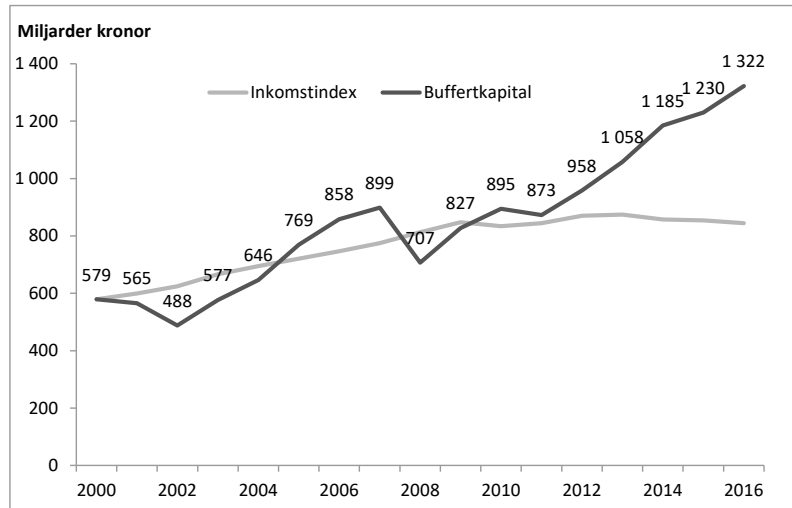
**Figur 3.3 Buffertfondernas samlade resultat efter kostnader i procent**



*Buffertkapitalets utveckling*

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

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



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

*Buffertfondernas resultat jämfört med inkomstindex*

Buffertfondernas bidrag till pensionssystemet kan utvärderas utifrån fondernas avkastning i relation till inkomstindex. Inkomstindex ligger till grund för uppräknings av skulden i inkomstpensionssystemet. För 2016 visar jämförelsen att buffertfondernas resultat på 9,7 procent efter kostnader vida översteg inkomstindex som var 2,0 procent. Sedan 2001

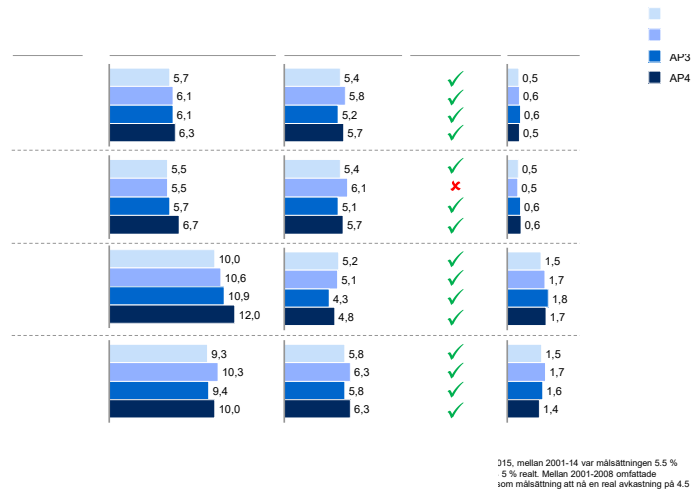
har buffertfondernas genomsnittliga avkastning efter kostnader varit 5,6 procent per år, jämfört med 3,0 procent för inkomstindex.

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

### *Resultat i jämförelse med fondernas målsättning*

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

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



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

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

#### Resultat i jämförelse med fondernas risk

Första–Fjärde AP-fonderna har olika tillgångsallokering vilket gör att de bl.a. har olika exponering mot marknadsrisk<sup>6</sup>. Förenklat ökar en fond med hög marknadsrisk mer i värde än en fond med låg marknadsrisk när marknaden stiger samtidigt som fonden med högre marknadsrisk också minskar mer i värde när marknaden faller. För att kunna göra en rättvisande jämförelse med hänsyn till marknadsrisk utvärderas fondernas avkastning med två olika riskmått.

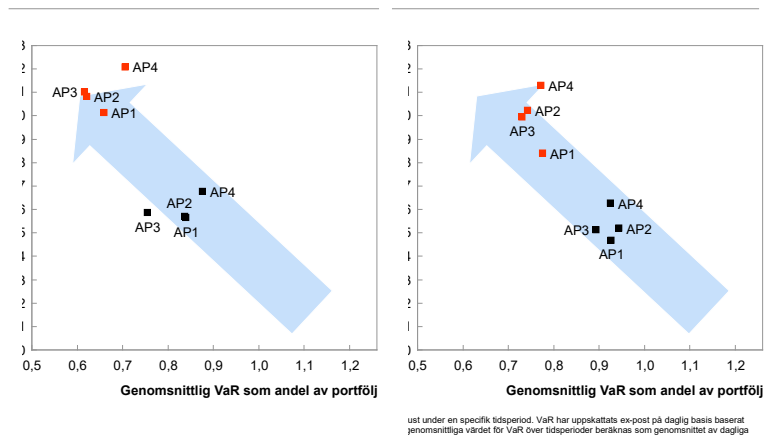
Den riskjusterade avkastningen kan mätas som sharpekvot, vilket är erhållen avkastning utöver riskfri ränta dividerat med volatiliteten i

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

avkastningen. I den högra delen av figur 3.5 framgår att sharpekvoten<sup>7</sup> varit hög för samtliga fonder både under 2016 och under de senaste fem åren sett ur ett historiskt perspektiv. Detta förklaras till stor del av aktiemarknadens relativt stabila och starka utveckling under senare år jämfört med de perioder som inkluderar stora svängningar under börsfallen 2001–2002 och 2008. Av utvärderingen framgår också att skillnaden i fondernas avkastning är mindre efter riskjustering. Detta visar att risknivån har haft betydelse för resultatet.

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

Jämförelse av VaR och total avkastning, Procent



Ett annat riskmått för utvärdering av tillgångsförvaltning är Value-at-Risk (VaR). Detta mått visar den maximala förlust som en portfölj med en viss sannolikhet riskerar under en viss tidsperiod baserad på historiska utfall. I figur 3.6 redovisas Första–Fjärde AP-fondernas VaR för både totalportföljen och likvidportföljen. Eftersom totalportföljen innehåller onoterade tillgångar (där marknadsvärden uppskattas med relativt låg frekvens) redovisas även likvidportföljen separat (likvidportföljen innehåller inte onoterade tillgångar). Av figuren framgår att Fjärde AP-fondens högre avkastning i totalportföljen till viss del har skapats genom ett högre VaR. Skillnaden är dock relativt liten mellan fonderna, särskilt för likvidportföljerna. Den huvudsakliga förklaringen till att VaR (liksom

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

Skr. 2016/17:130 för sharpekvoten) är lägre de senaste fem åren är att tioårsperioden inkluderar finanskrisen 2008 då volatiliteten var hög. Även om VaR och volatilitet är etablerade mått bör det samtidigt lyftas fram att det finns en debatt om huruvida måtten är relevanta för en pensionsfond med lång tidshorisont och utan solvenskrav.

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

#### Skälen för regeringens bedömning

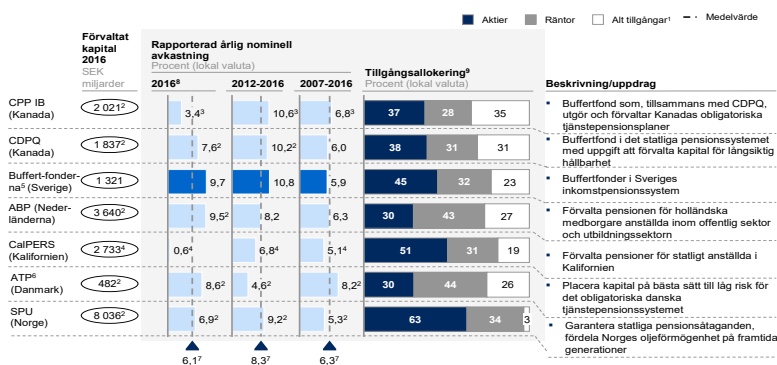
##### Sammanfattning

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

##### Jämförande studie om avkastning med utländska pensionsfonder

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

**Figur 3.7 Buffertfondernas avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder**



1 Alternativa tillgångar inkluderar bland annat private equity, fastigheter, infrastruktur, derivat, samt övrigt. 2 Per 31 december 2016; 3 Per 31 mars 2016; 4 Per 30 juni 2016  
 5 API 4 samt 6  
 6 Redovisad avkastning till Danska Finanstilsyn, inkluderar både investeringsportföljen och hedgeportföljen  
 7 Genomsnittet inkluderar ej buffertfonder  
 8 Avkastningstalen är från senaste tillgängliga årsredovisning eller kvartalsrapport. På grund av olika räkenskapsår avser avkastningsciffror olika tidsperioder  
 9 Baserat på bästa tillgängliga data kring innehav och/eller exponering från årsredovisningar eller kvartalsrapporter. Estimat berknats där data för exact portfoliohäv inte är tillgängligt.



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

### 3.4 Tillgångsallokering och avkastning per tillgångsslag

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

#### Skälen för regeringens bedömning

##### *Sammanfattning*

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

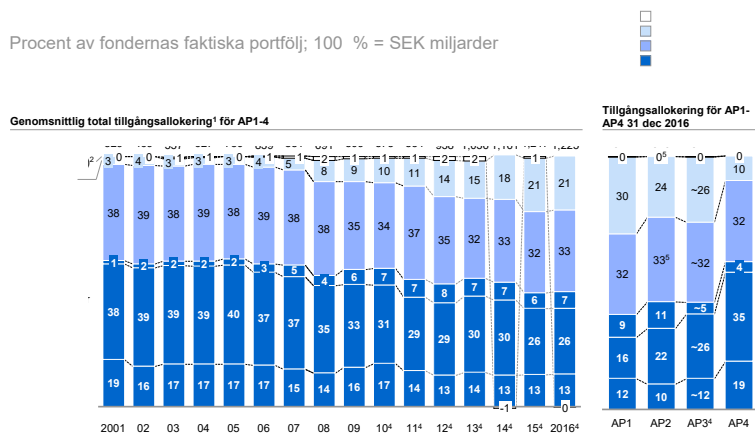
##### *Första–Fjärde AP-fondernas samlade tillgångsallokering*

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



skifte som innebar att andel aktier i tillväxtmarknader ökade, delvis på bekostnad av en något lägre andel svenska aktier. Andelen svenska aktier är dock större än dess vikt på den globala aktiemarknaden (s.k. home bias).

**Figur 3.8 Tillgångsallokering Första–Fjärde AP-fonderna<sup>8</sup>**



<sup>1</sup> Årlig genomsnittlig tillgångsallokering

<sup>2</sup> Översämsmandat, TAA, etc.

<sup>3</sup> Alternativa tillgångar omfattar fastigheter, privat equity, hedgefonder, konvertibler, jordbruk, infrastruktur mm.

<sup>4</sup> Tillgångsallokeringen för AP2 2015-16 är indelad på en exakt konvertering av riskklasser till tillgångsklasser ej kan göras

<sup>5</sup> Tillgångsklassen "Övrigt" inkluderar ränteterminer motsvarande 1,7 % av totala tillgångar under 2015. Enligt AP2s definition inkluderas dessa i tillgångsklassen "Räntor"

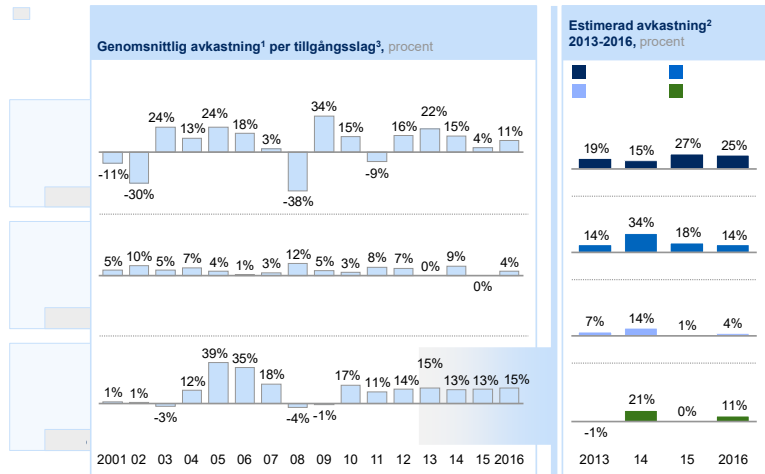


### Första–Fjärde AP-fondernas avkastning per tillgångsslag

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

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

**Figur 3.9 Avkastning per tillgångsslag Första–Fjärde AP-fonderna**



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



### Faktaruta Alternativa investeringar

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

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

## 3.5 Utvecklingen på finansmarknaderna

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

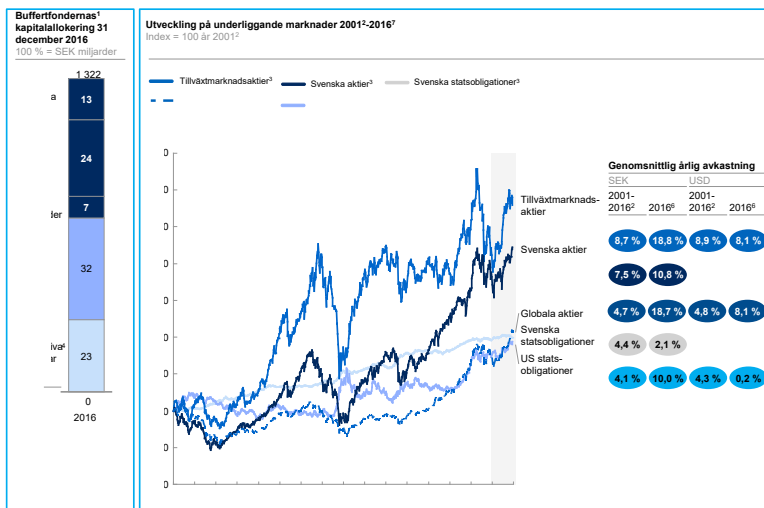
Som beskrivs ovan är AP-fondernas resultat och värdeutveckling starkt beroende av utvecklingen på finansmarknaderna. Knappt hälften av kapitalet i Första–Fjärde AP-fonderna utgörs av aktier. Detta gör att utvecklingen på världens aktiemarknader har stor betydelse för fondernas resultat. Detsamma gäller för Sjunde AP-fonden där förvalsalternativet Såfa (inom premiepensionssystemet) har en hög exponering mot aktier.

Sedan de kraftiga börsnedgångarna i samband med finanskrisen 2008 har merparten av världens aktiebörser stigit varje år, med undantag för 2011 då bl.a. stigande statsskulder i Europa bidrog till ökad osäkerhet på finansmarknaderna.

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

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

**Figur 3.10 Buffertfondernas allokering och utveckling på de underliggande marknaderna**



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

Källa: McKinsey bilaga 9 (grunddata från Datastream)

## 4 Buffertfondernas samlade kostnader

### 4.1 Kostnadsutvecklingen

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

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

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

#### Skälen för regeringens bedömning

##### *Sammanfattning*

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

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

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

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

### Kostnadssammanställning

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

**Tabell 4.1 Buffertfondernas interna och externa förvaltningskostnader**

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

Källa: AP-fondernas årsredovisningar

<sup>1</sup> Exklusive prestationsbaserade arvoden

<sup>2</sup> Genomsnittligt fondkapital under året (ingående fondkapital + utgående fondkapital)/2

Under 2016 uppgick buffertfondernas interna och externa förvaltningskostnader till sammanlagt 1 737 miljoner kronor. I förhållande till föregående år är detta en minskning med 103 miljoner kronor eller 5,6 procent. Minskningen kommer efter det att buffertfondernas kostnader ökat med i genomsnitt 10 procent per år de senaste fyra åren. En viktig förklaring till varför kostnaderna ökade under perioden 2012–2015 är att fondkapitalet ökat och att de externa

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

förvaltningskostnaderna grundas på det förvaltande kapitalets storlek. En annan förklaring är att andelen alternativa tillgångar ökat och att detta tillgångsslag medför högre förvaltningskostnader än aktier och räntor. Kronförsvagningen mot dollarn och euron har också bidragit till högre kostnader, eftersom fonderna har betydande kostnader i dessa valutor.

Under 2016 uppgick kostnadernas andel av buffertkapitalet till 0,136 procent, vilket är 0,016 procentenheter lägre än 2015 då andelen var 0,152 procent.<sup>10</sup> De lägre kostnaderna har flera förklaringar, bl.a. Andra AP-fondens strategiska val att internalisera en del av förvaltningen och första AP-fondens omstrukturering av vissa mandat (framför allt hedgefonder och tillväxtmarknader). Under fasen då kapital internaliseras ökar rörelse- och depåkostnader utan att motsvarande minskning av de externa förvaltningskostnaderna uppkommer, vilket var fallet för Andra AP-fonden under perioden 2012–2015.

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

#### *Interna förvaltningskostnader*

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

**Tabell 4.2 Buffertfondernas interna förvaltningskostnader**

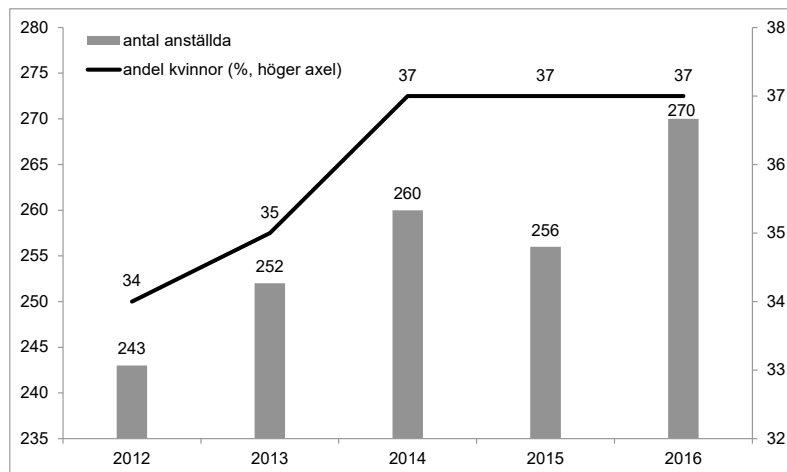
<i>Miljoner kronor</i>	2012	2013	2014	2015	2016
Personalkostnader	509	509	547	545	555
Informations- och datatjänster	140	141	146	176	175
Köpta tjänster	83	53	58	79	57
Lokalkostnader	42	45	43	43	46
Övrigt	50	49	48	49	43
<b>Summa interna förvaltningskostnader</b>	<b>824</b>	<b>797</b>	<b>843</b>	<b>892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

Personalkostnaderna påverkas av antalet anställda och lönenivåerna. Antalet anställda påverkas i sin tur av fondernas strategival, bl.a. när det gäller hur mycket av kapitalet som förvaltats internt. Sedan 2012 har Första–Fjärde AP-fonderna ökat andelen intern förvaltning samtidigt som

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

det förvaltade kapitalet vuxit. I diagram 4.1 framgår antalet anställda och andelen kvinnor i buffertfonderna vid årets slut. Skr. 2016/17:130

**Figur 4.1** Antal anställda<sup>11</sup> i buffertfonderna och andelen kvinnor



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

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

**Tabell 4.3** Rörliga ersättningar för medarbetare vid buffertfonderna

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

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

<sup>11</sup> Vid årets slut. Inklusive Första AP-fondens två projektanställda åren 2013 och 2016.

I samband med den årliga bokslutsrevisionen genomförs en granskning av att regeringens riktlinjer för anställningsvillkor för ledande befattningshavare i AP-fonderna följs. Av riktlinjerna framgår att den totala ersättningen till ledande befattningshavare ska vara rimlig och väl avvägd. Den ska även vara konkurrenskraftig, takbestämd och ändamålsenlig, samt bidra till en god etik och organisationskultur (riktlinjerna finns i sin helhet i *bilaga 1*). Revisorernas granskning har inte visat några andra avvikelser från riktlinjerna än de som fanns föregående år. Avvikelseerna avser längre uppsägningstid än vad riktlinjerna anger och beskrivs i årsredovisningarna för Första och Andra AP-fonderna. Samtliga AP-fonder har ett ersättningsutskott eller en kommitté som bereder löneramen för samtliga medarbetare, ersättningar till ledande befattningshavare samt förhandlar lön och övriga villkor med verkställande direktör. Hela styrelsen fattar beslut i ersättningsfrågor efter beredning av ersättningsutskottet eller kommittén.

*Externa förvaltningskostnader (exklusive prestationsbaserade arvoden)*

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

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

**Tabell 4.4 Buffertfondernas externa förvaltningskostnader**

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

Källa: AP-fondernas årsredovisningar



<sup>1</sup> Exklusive prestationsbaserade arvoden

<sup>2</sup> Genomsnittligt fondkapital under året (ingående fondkapital + utgående fondkapital)/2

### *Prestationsbaserade arvoden för extern förvaltning*

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

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

**Tabell 4.5 Prestationsbaserade arvoden för extern förvaltning**

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

Källa: AP-fondernas årsredovisningar

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

**Tabell 4.6 Netto erlagda och återbetalda arvoden för onoterade innehav för vilka återbetalning medges enligt avtal**  
(positivt belopp då erlagda arvoden överstiger återbetalda)

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



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

## 4.2 Kostnadseffektivitet jämfört med utländska pensionsfonder

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

### Skälen för regeringens bedömning

#### Sammanfattning

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

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

Alternativa investeringar kostar mer att förvalta men har visat god avkastning och bidrar till diversifiering av portföljerna. Skr. 2016/17:130

#### *McKinseys slutsatser*

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

#### *Den högre kostnadseffektiviteten förklaras av*

- Fondernas aktiva arbete med att öka andelen kapital under intern förvaltning. Intern förvaltning är i regel mer kostnadseffektiv än extern förvaltning. För vissa tillgångar saknas dock alternativ till extern förvaltning.
- Både den externa och den interna förvaltningen är mer kostnadseffektiv än för jämförelsegruppen.
- Kostnaden för den externa förvaltningen begränsas med hjälp av genomtänkt upphandling och stort fokus kring val av förvaltare med låga avgifter (i förhållande till avkastningen). Stor vikt läggs också på att förhandla låga avgifter.
- Kostnaderna för intern förvaltning begränsas av att aktieförvaltningen har låga kostnader och utgör en stor del av portföljen.
- Kostnaderna reduceras även av att alla fyra fonderna har en lägre andel aktiv extern förvaltning än jämförelsegruppen.
- För fond-i-fondinvesteringar är kostnaderna dock något högre än för jämförelsegruppen.
- Kostnaderna i förhållande till kapitalet har ökat mindre än för jämförelsegruppen.

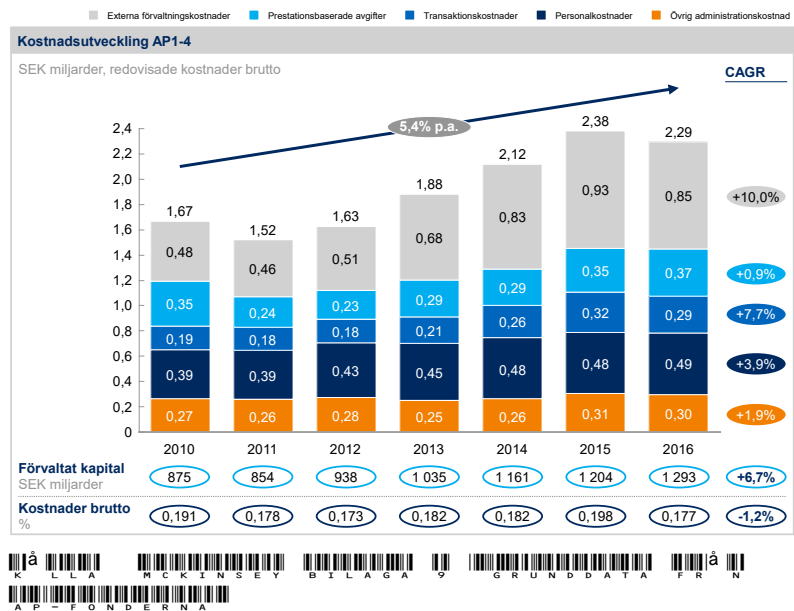
#### *Kostnadsökningarna förklaras främst av att det förvaltade kapitalet ökat*

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

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

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

**Figur 4.2 Första–Fjärde AP-fondernas kostnadsutveckling per kostnadstyp**



#### Metod för McKinseys kostnadsanalys

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

## 5 Redovisning och utvärdering av respektive AP-fond

Skr. 2016/17:130

### 5.1 Första AP-fonden

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

#### Skälen för regeringens bedömning

##### Sammanfattning

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

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

**Tabell 5.1 Första AP-fondens resultat**

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

Källa: Första AP-fondens årsredovisningar

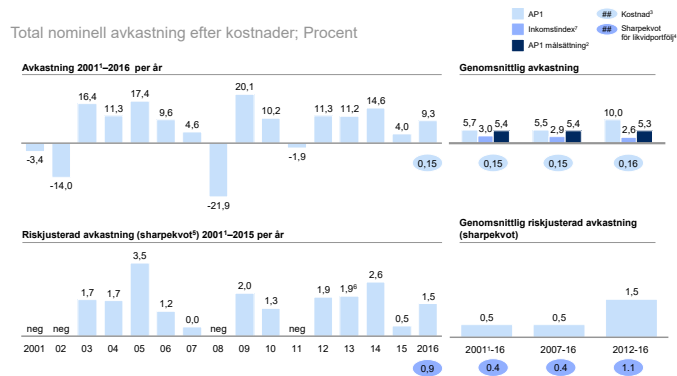
##### Fondkapital och resultat

Första AP-fondens resultat efter kostnader uppgick till 27,0 miljarder kronor 2016, vilket motsvarar en avkastning på 9,3 procent. Under året överfördes 6,6 miljarder kronor till inkomstpensionssystemet.

Fondkapitalet ökade med 20,3 miljarder kronor för att uppgå till 310,5 miljarder kronor vid årets slut.

I figur 5.1 redovisas Första AP-fondens totala avkastning efter kostnader sedan 2001. För hela perioden 2001–2016 har Första AP-fondens genomsnittliga avkastning efter kostnader uppgått till 5,7 procent per år. Detta kan jämföras med inkomstindex som under samma period i genomsnitt ökat med 3,0 procent per år.

**Figur 5.1 Första AP-fondens totala avkastning**



1 1 juli 2001 (för 2001 anges årets avkastning)  
 2 Första AP-fondens målsättning sen 2015 är att nå en genomsnittlig årlig real avkastning på 4,0 % efter kostnader mätt över rullande tioårsperiod. Nominell avkastning på 5,5 % efter kostnader, mätt över rullande tioårsperiod  
 3 Provisioner och rörelsekostnader som andel av genomsnittligt årligt ingående och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)  
 4 Likvidportföljen inkluderar noterade tillgångslag inriktade på aktier, räntebärande tillgångar, samt kassa  
 5 Sharpekvot för den totala portföljen, inklusive noterade samt onoterade tillgångar. Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader. 12 månaders svensk skuldväxel för 2001-10.  
 6 Beräknade sharpekvoter avviker från redovisade värden på 2,1 för totalportföljen då fonden använt en annan metod  
 7 Inkomstindex från första januari 2001  
 Not: Sharpekvoten definieras som riskpremien (fondens avkastning minus den riskfria räntan) dividerat med fondens risk (måls med standardavvikelsen)

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

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

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

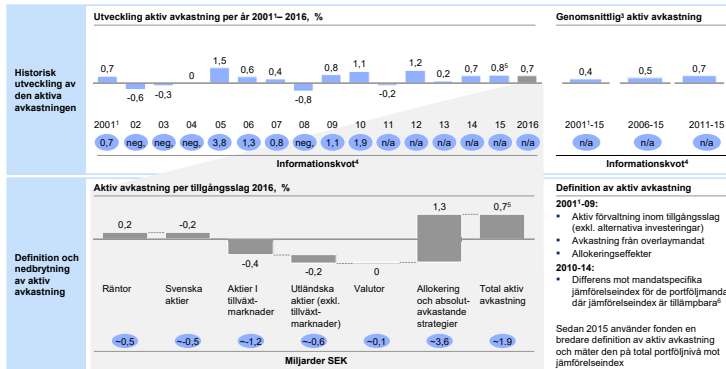
### Aktiv förvaltning

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

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

**Figur 5.2 Första AP-fondens aktiva avkastning 2001–2016**

Årlig aktiv avkastning före kostnader; Procent<sup>2</sup>



<sup>1</sup> 1 juli 2001

<sup>2</sup> Beräknas mot likvidportföljen som bas 2001-09. 2010-15 används den del av portföljen med jämförelseindex som bas

<sup>3</sup> Genomsnitt (aritmetiskt medelvärde) av den årliga aktiva avkastningen

<sup>4</sup> Annualiserad informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar. Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett. Informationskvoten redovisas ej 2011-15 då den ej bedöms vara jämförbar med andra AP-fonder. 2001-10 var informationskvoten 0,4

<sup>5</sup> Fonden använder sen 2015 en bredare definition av aktiv avkastning och mäter den på total portföljnivå (inklusive alternativa tillgångar) vilket uppgick till 1,4 % 2016

<sup>6</sup> För 2011 inkluderar även indexnot (+0,28 %). <sup>7</sup> Fondens mått av aktiv avkastning inkluderar även alternativa tillgångar (aktiv avkastning om +0,7 % av totalt kapital 2016)

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

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

### Uppföljning av styrelsens avkastningsmål

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

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

### Investeringsprocess och strategi

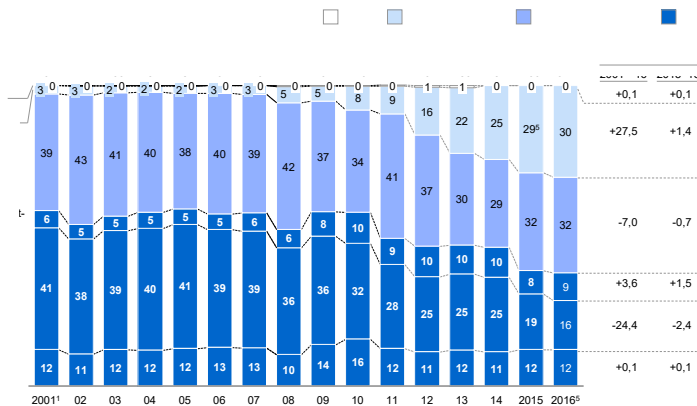
Utöver målet för den reala avkastningen fattar styrelsen även beslut om hur stor finansiell risk som fonden bör ta. Detta uttrycks i en övergripande tillgångsfördelning mellan aktier och räntebärande placeringar. Det finns också ett definierat mandat när det gäller tolerans för avvikelser, samt ett antal tillåtna tillgångsklasser. Den verkställande direktören definierar, med utgångspunkt från styrelsens riskpreferens, investeringsövertygelser och riktlinjer i övrigt ett strategiskt benchmark för fondens förvaltning på lång sikt (10 år). Investeringsövertygelserna

bygger på en väldiversifierad portfölj, långsiktig förvaltning, utnyttjande av stundtals ineffektiva marknader och riskpremier. Kostnadseffektiv förvaltning och hållbart värdeskapande är också ledord. Kapitalförvaltningschefen ansvarar för att utforma den strategiska förvaltningen på tre till fem års sikt. Denna bryts sedan ned enligt olika beslutsmandat till operativ förvaltning och verkställs inom investeringsorganisationen.

### Portföljen

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

**Figur 5.3 Första AP-fondens faktiska tillgångsallokering**



Allokeringen den 31 december varje år

i TAA och SAA.

Allokeringen inkluderar bland annat investeringar i hedgefonder, fastigheter, PE och riskparitetsportfölj. Riskparitetsportföljen infördes under 2013. En riskparitetsportfölj är en portföljkomponent bidrar med lika mycket risk till portföljens totala risk som sig från redovisad allokering i årsredovisningen på grund av skillnader i angreppssätt (McKinsey utvärderar utgående marknadsvärde och AP1 redovisar exponering) samt v tillgångsall

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

### Tillfällig överträdelse av placeringsreglerna

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



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

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

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

**Tabell 5.2 Första AP-fondens kostnader och antal anställda**

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

Källa: Första AP-fondens årsredovisningar

<sup>12</sup> Exklusive prestationsbaserade arvoden.

<sup>13</sup> Vid årets slut.

<sup>14</sup>, <sup>15</sup> Varav två projektanställda.

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

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

#### *Hållbarhet och ägarstyrning*

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

Inom ramen för hållbarhetsstrategin har bl.a. ett ESG-filter<sup>16</sup> införts i fondens lågvolatilitetsportfölj. Vidare har ett samarbete med förvaltaren Osmosis inletts med inriktning på investeringar i resurseffektiva bolag och en investering har gjorts i Resonance Industrial Water Infrastructure som inriktar sig på att finansiera vattenrening och återanvändning av vatten för industriellt bruk. Ägaransvarsområdet har också fått utökade resurser, vilket bl.a. möjliggjort utökad arbete i svenska valberedningar. Fonden är också engagerad i samarbete med andra investerare och Sida om Agenda 2030 och FN:s 17 utvecklingsmål.

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

#### *Risk- och kontrollverksamhet*

Första AP-fondens riskhantering och kontroll följer den s.k. principen om tre försvarslinjer vilket innebär att fonden skiljer mellan funktioner som äger risk (ledning och förvaltningsorganisationen), funktioner för

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

övervakning, kontroll och regelefterlevnad (Risk/Middle Office och Compliance) och funktionen för oberoende granskning (internrevision). Inom andra försvarslinjen ansvarar Risk/Middle Office för att följa upp att fondens riskramverk följs och Compliance ansvarar för att kontrollera regelefterlevnad. Den tredje försvarslinjen, internrevisionen, upphandlas externt.

Skr. 2016/17:130

## 5.2 Andra AP-fonden

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

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

### Skälen för regeringens bedömning

#### *Sammanfattning*

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

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

**Tabell 5.3 Andra AP-fondens resultat**

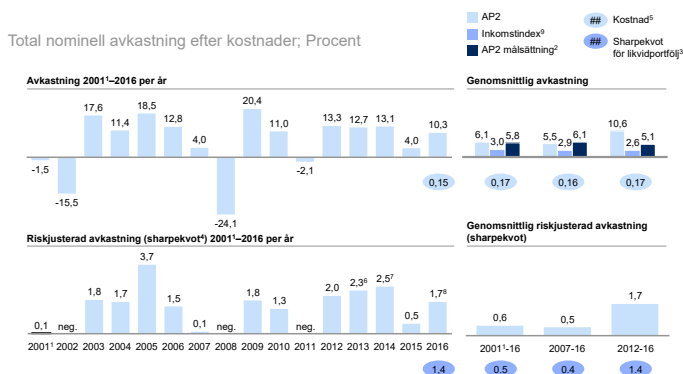
Miljarder kronor	2012	2013	2014	2015	2016
Ingående fondkapital	216,6	241,5	264,7	293,9	300,6
Överföringar	-3,8	-6,9	-5,1	-4,9	-6,6
Årets resultat	28,6	30,1	34,3	11,7	30,5
Utgående fondkapital	241,5	264,7	293,9	300,6	324,5
Årets förändring	24,9	23,2	29,2	6,7	23,9
<i>Procent</i>					
Avkastning före kostnader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

Källa: Andra AP-fondens årsredovisningar

### Fondkapital och resultat

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

I figur 5.4 redovisas Andra AP-fondens totala avkastning efter kostnader sedan 2001. Som framgår i figurens högra del uppgick den genomsnittliga avkastningen efter kostnader till 6,1 procent per år under perioden 2001–2016, vilket kan jämföras med inkomstindex som i genomsnitt ökat med 3,0 procent per år under samma period.

**Figur 5.4 Andra AP-fondens totala avkastning**

1 1 juli 2001 (för 2001 anges annualiserad avkastning)  
 2 Andra AP-fondens genomsnittliga målsättning. 2013 var målsättningen 5 % i real avkastning. Under 2001-2013 har målsättningen fluktuerat mellan 4,0 och 5,0 % i real avkastning med en genomsnittlig inflation på -1,2 %. Avkastningsmålet är justerat för allt omfatta 98 % av portföljen 2001-2008 och 100 % av portföljen 2009-2014  
 3 Likvidportföljen inkluderar noterade tillgångslag ink. svenska och globala aktier, räntebärande tillgångar, samt overstrymandet  
 4 Sharpekvot för den totala portföljen, inklusive noterade samt onoterade tillgångar. Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skulldäcke för 2001-10, 2-årig svensk statsobligation för 2011-13, 1-årsnot på svenska statens-kurvan (VCGT0021) för 2014-15 samt antagande om 260 handelsdaggar  
 5 Provisions- och förestekostnader som andel av genomsnittligt av årets ingående och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)  
 6 Avviket från redovisad sharpekvot på 2,4 då fonden använt en annan riskfri ränta  
 7 Avviket från redovisad sharpekvot på 2,6 för totalportfölj  
 8 Avviket från redovisad sharpekvot på 1,9 för totalportfölj då McKinsey endast tagit hänsyn till veckodaggar vid beräkning av standardavvikelse  
 9 Inkomstindex från första januari 2001

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

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

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

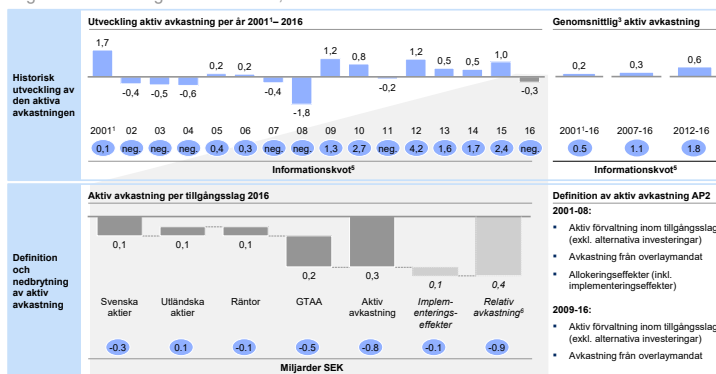
### Aktiv förvaltning

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

Med ovanstående förutsättningar i åtanke har fondens aktiva avkastning före kostnader uppgått till 0,2 procent av likvidportföljen per år mellan 2001 och 2016. Det innebär att målet om en aktiv avkastning om 0,5 procent per år inte uppnåddes. Om man däremot tittar på perioden 2012–2016 uppnåddes målet då den aktiva avkastningen var 0,6 procent per år. Under 2016 var den aktiva avkastningen -0,3 procent. Bidragande orsaker till den negativa avkastningen var framför allt svenska aktier (-0,1 procentenheter), räntebärande värdepapper (-0,1 procentenheter) och kapitallösa mandat (-0,2 procentenheter).

**Figur 5.5 Andra AP-fondens aktiva avkastning 2001–2016**

Årlig aktiv avkastning före kostnader; Procent<sup>2</sup>



<sup>1</sup> 1 juli 2001

<sup>2</sup> Beräknas mot likvidportföljen som bas

<sup>3</sup> Medelvärde (aritmetiskt) av den årliga aktiva avkastningen

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

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

<sup>6</sup> Fonden redovisar relativ avkastning, beräknat som den aktiva avkastning från förvaltningen justerat för implementeringseffekter, vilket inkluderar effekter från avvikelser mot den strategiska portföljen, avvikelser i allokering mellan olika index inom tillgångsslag, resultat från valutaderivat samt likviditet som ej speglas i jämförelseindex

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

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

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

#### *Investeringsprocess och strategi*

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

Den strategiska portföljen tas fram med stöd av en internt utvecklad Asset-Liability-Model (ALM), där hänsyn tas till den förväntade långsiktiga utvecklingen i pensionssystemet och på de finansiella marknaderna. Det innebär att fondens strategiska portfölj utgörs av en sammansättning av olika tillgångsslag som fonden bedömt ger den bästa generationsneutrala och långsiktiga tillväxten för framtida pensioner.

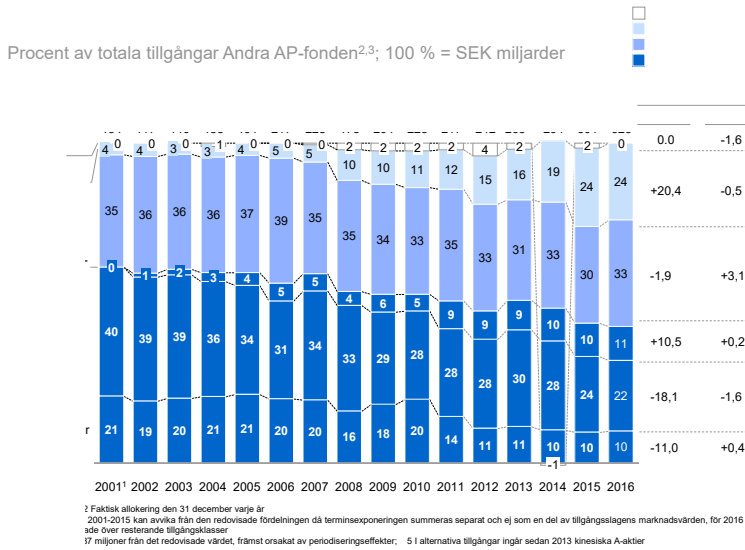
Valet av index ses som en del av den strategiska placeringsprocessen, där index fastställer ett investeringsurval för den interna och externa förvaltningen. Fonden har i stor utsträckning ersatt de traditionella breda kapitalvägda indexen med mer specialiserade index som på ett mer riskeffektivt sätt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

#### *Portföljen*

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

**Figur 5.6 Andra AP-fondens faktiska tillgångsallokering**

Skr. 2016/17:130



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

### Tillfällig överträdelse av placeringsreglerna

Under året liksom under föregående år överskred Andra AP-fonden femprocentsgränsen i placeringsreglerna för innehav i onoterade aktier. För att minska årets innehav har delar av innehaven avyttrats vid två tillfällen så att andelen onoterade aktier av fondens totala kapital minskades till 5,0 procent per den 31 december 2016.<sup>17</sup> Enligt lagen om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) ska en fond som överskrider de kvantitativa placeringsreglerna avveckla den överskjutande delen av innehavet så snart det är lämpligt med hänsyn till marknadsförhållandena.

### Kostnader

Andra AP-fondens främsta kostnadsdrivare under de senaste fem åren, på total nivå, är ökning av förvaltad kapital, valutakurseffekter samt engångskostnader i samband med den genomförda internaliseringen. Ökning av förvaltad kapital är den största drivare till kostnadsökningen i absoluta tal då framför allt externa förvaltararvoden och depåkostnader är starkt korrelerade till storlek på förvaltad kapital. Under perioden 2012–2015 har fonden genomfört en internalisering för att på ett kostnadseffektivt sätt förvalta den väldiversifierade portfölj som krävs för att nå en hög riskjusterad avkastning. Under perioden har ca 50 miljarder kronor flyttats från extern till intern förvaltning, vilket under själva transfereringsfasen inneburit ökade rörelsekostnader och

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

depåkostnader. Den positiva effekten av internaliseringsarbetet i form av lägre kostnader har uppkommit fr.o.m. år 2016 då förvaltningskostnadsandelen för totala kostnader minskade väsentligt och sjönk från 0,18 procent till 0,15 procent.

**Tabell 5.4 Andra AP-fondens kostnader och antal anställda**

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

Källa: Andra AP-fondens årsredovisningar

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

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

#### *Hållbarhet och ägarstyrning*

Under året har arbetet inom hållbarhetsområdet fortsatt att utvecklas och intensifieras. Stor vikt har lagts på att integrera hållbarhetsfrågor i

<sup>18</sup> Exklusive prestationsbaserade arvoden.

<sup>19</sup> Vid årets slut.



förvaltningen. Bland annat har Andra AP-fonden implementerat ESG-faktorer i tillgångsslaget globala aktier i den kvantitativa förvaltningen. Fonden beslutade också att göra gröna obligationer till ett eget tillgångsslag och därmed till en del av den övergripande investeringsstrategin.

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

#### *Risk- och kontrollverksamhet*

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

kontrollen. Arbetet avslutas under våren 2017 med avrapportering i styrelsen samt initiering av ett första internrevisionsuppdrag. Fonden har även förstärkt sin compliance-avdelning med en person i syfte att kunna hantera ökade krav inom regelefterlevnad.

### 5.3 Tredje AP-fonden

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

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

#### **Skälen för regeringens bedömning**

##### *Sammanfattning*

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

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

**Tabell 5.5 Tredje AP-fondens resultat**

Skr. 2016/17:130

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

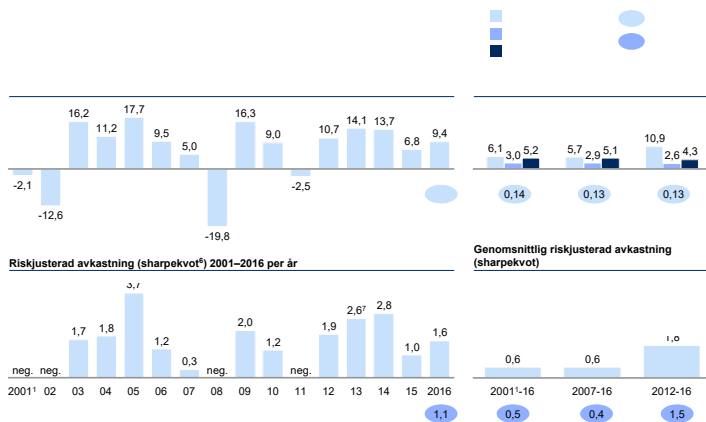
Källa: Tredje AP-fondens årsredovisningar

**Fondkapital och resultat**

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

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

**Figur 5.7 Tredje AP-fondens totala avkastning**



juli 2001. 2 Målnätning på 4,0 % i real avkastning. Den genomsnittliga årliga inflationen under 2001-15 har varit -1,2 % baserat på inflationstakt mätt månadsvis från SCB  
 revisions- och rörelsekostnad som andel av genomsnittet av årets ingående och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)  
 i kvidportföljen exkluderar investeringar i onoterade aktier, fastigheter, jordbruk, skog, infrastruktur, konvertibler, divergerande strategier samt makro  
 oansett avkastning sedan fondens start (2001-2015), senaste tio åren (2007-2016) samt senaste fem åren (2012-2016)  
 sharpekvot för den totala portföljen, inklusive noterade samt onoterade tillgångar. Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel för 2001-10,  
 \*årlig svensk statsobligation för 2011-13, 1-årenod på svenska staten-kurvan (YCGT0021) för 2014-16 samt antagande om 260 handelsdagar  
 eräknad sharpekvot avviker från redovisat värde på 2,8 för totalportföljen då fonden använder en annan riskfri ränta

Under 2016 avkastade Tredje AP-fondens portfölj 9,5 procent före kostnader. Tredje AP-fonden redovisar avkastningen per riskklass (före kostnader). De olika riskklasserna bidrog till den totala avkastningen enligt följande: aktier 3,8 procentenheter, valuta 1,4 procentenheter, inflation 3,2 procentenheter, räntor 0,6 procentenheter, krediter 0,2 procentenheter och absolutavkastande strategier 0,3 procentenheter. Riskklassen valuta består av fondens exponering för förändringar i valutakurser mot svenska kronor. Exponeringar härrör från de investeringar i utländska tillgångar som inte säkrats till svenska kronor samt från direkta valutapositioner. Valutapositioner tas både i syfte att öka avkastningen och minska risken i totalportföljen. Till riskklassen Inflation hör investeringar i skog, fastigheter och realobligationer.

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

#### *Aktiv förvaltning*

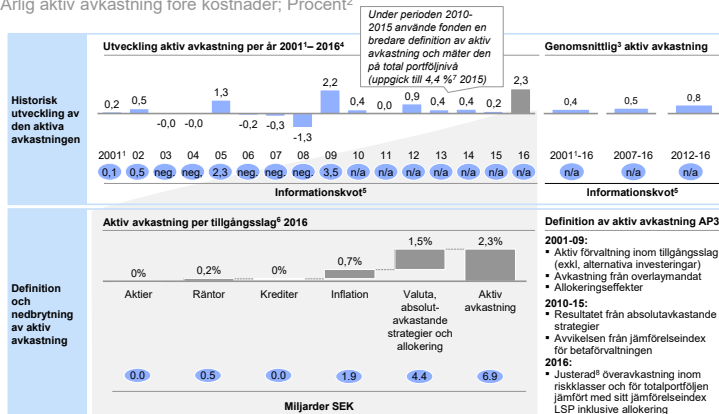
Tredje AP-fonden har under åren utvecklat sin förvaltningsmodell och har till följd av det även ändrat sin definition av aktiv förvaltning. I syfte att underlätta en jämförelse mellan fondens nuvarande och tidigare definitioner har dessa justerats i McKinseys rapport. Det innebär exempelvis att definitionen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

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

**Figur 5.8 Tredje AP-fondens aktiva avkastning 2001–2016**

Skr. 2016/17:130

Årlig aktiv avkastning före kostnader; Procent<sup>2</sup>



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

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

### Uppföljning av styrelsens avkastningsmål

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

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

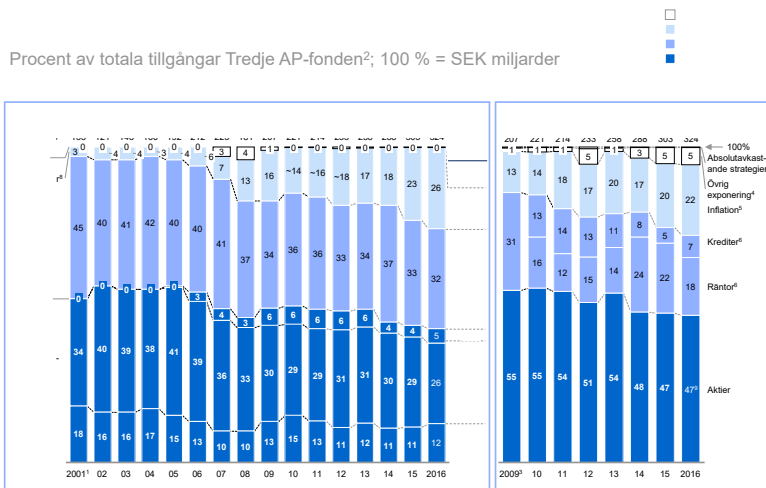
### Investeringsprocess och strategi

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

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

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

**Figur 5.9 Tredje AP-fondens faktiska tillgångsallokering**



<sup>1</sup> 1 juli 2001; <sup>2</sup> 2010 skedde en övergång från tillgångsallokering till allokering enligt riskklass; <sup>3</sup> Allokering baserad på riskklass enligt 2010 års förvaltningsmodell; <sup>4</sup> Inom övrig exponering ingår uppstapelade resultat från valutaexponering, indexerade tillgångar, konvertibler, divergerande och makrostrategier; <sup>5</sup> Inflation utgörs av realräntebetalningar samt investeringar i skog, jordbruk, infrastruktur och fastigheter; <sup>6</sup> Uppdelningen mellan räntor och krediter fastställdes under 2010. Krediter består huvudsakligen av bostads- och företagsobligationer. För 2009 redovisas därför den sammantagna allokeringen och för 2010 och framåt visas den uppdelade; <sup>7</sup> Tillgångsallokeringen för 2010-2016 är indikerad på en exakt konvertering av riskklasser till tillgångsklasser enligt gällande; <sup>8</sup> Alternativa investeringar (25,7 %) består av fastigheter och skog (8,9 %), private equity och infrastruktur (8,3 %) samt nya strategier (8,5 %) som i sin tur består av life sciences, hedge, agri, valuta och övrig exponering; <sup>9</sup> Allokering till aktier 1 p.e. högre än rapporterat på grund av inkludering av valuthedge om cirka 3,4 SEK miljarder, detta påverkar således även allokering till valuta med -1 p.e.

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

### Kostnader

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

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

De totala kostnaderna, dvs. externa och interna förvaltningskostnader, Skr. 2016/17:130 har ökat med 21 procent samtidigt som fondkapitalet ökat med 40 procent. Sett som andel av förvaltad kapital innebär detta en minskning från 0,14 procent till 0,12 procent.

**Tabell 5.6 Tredje AP-fondens kostnader och antal anställda**

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

Källa: Tredje AP-fondens årsredovisningar

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

#### *Hållbarhet och ägarstyrning*

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

<sup>20</sup> Exklusive prestationsbaserade arvoden.

<sup>21</sup> Vid årets slut.



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

#### *Risk- och kontrollverksamhet*

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

## 5.4 Fjärde AP-fonden

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

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

## Skälen för regeringens bedömning

### Sammanfattning

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

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

**Tabell 5.7 Fjärde AP-fondens resultat**

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

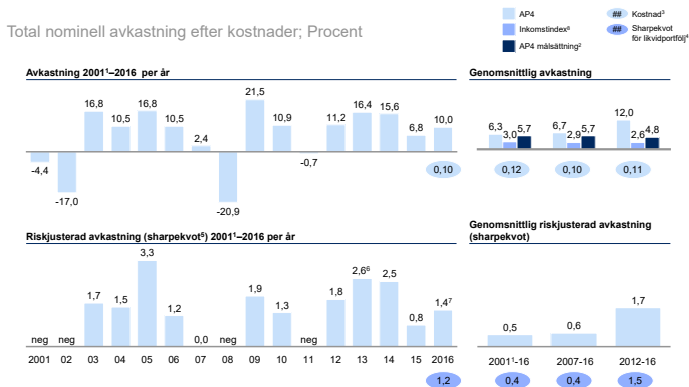
Källa: Fjärde AP-fondens årsredovisningar

### Fondkapital och resultat

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

**Figur 5.10 Fjärde AP-fondens totala avkastning**

Skr. 2016/17:130



1 1 juli 2001  
 2 Fjärde AP-fondens genomsnittliga målsättning är 4,5 % real avkastning över en 10-årsperiod. Den genomsnittliga årliga inflationen under 2001-15 har varit -1,1 % baserat på inflationstatistiskt mått månadsvis från SCB  
 3 Privat- och rörelsekostnader som andel av genomsnittet av årets inlösnings- och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)  
 4 Likvidportföljen omfattar placeringstillgångar exkl. investeringar i alternativa tillgångar, inkl. PE och fastigheter, samt högavkastande räntebärande tillgångar  
 5 Sharpekvot för den totala portföljen, inklusive noterade samt onoterade tillgångar. Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel för 2001-10, 2-årig svensk statsobligation för 2011-13, 1-årsnot på svenska statens-kurvan (YCGT0021) för 2014-16 samt ettandag om 200 handelsdagar  
 6 Avviket från redovisad sharpekvot om 2,8  
 7 Avviket från redovisad sharpekvot om 1,5 drivet av skillnader mellan beräkning över kalenderår respektive 200 handelsdagar  
 8 Inkommande från första januari 2001

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

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

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

### Aktiv förvaltning

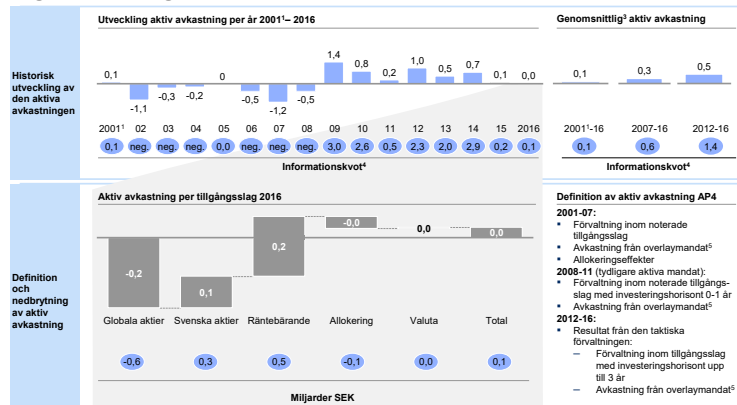
Fjärde AP-fonden har sedan 2001 ändrat definitionen av vad som ingår i den aktiva avkastningen flera gånger. Mellan 2001 och 2007 ingick förvaltning inom noterade tillgångsslag, avkastning från overlaymandat och allokeringseffekter. Åren 2008–2011 ingick avkastningen från overlaymandat men avkastningen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

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

som bidrog positivt med 0,2 procentenheter och globala aktier som bidrog negativt med -0,2 procentenheter.

**Figur 5.11 Fjärde AP-fondens aktiva avkastning 2001–2016**

Årlig aktiv avkastning före kostnader; Procent<sup>2</sup>



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

### Uppföljning av styrelsens avkastningsmål

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

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

### Investeringsprocess och strategi

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

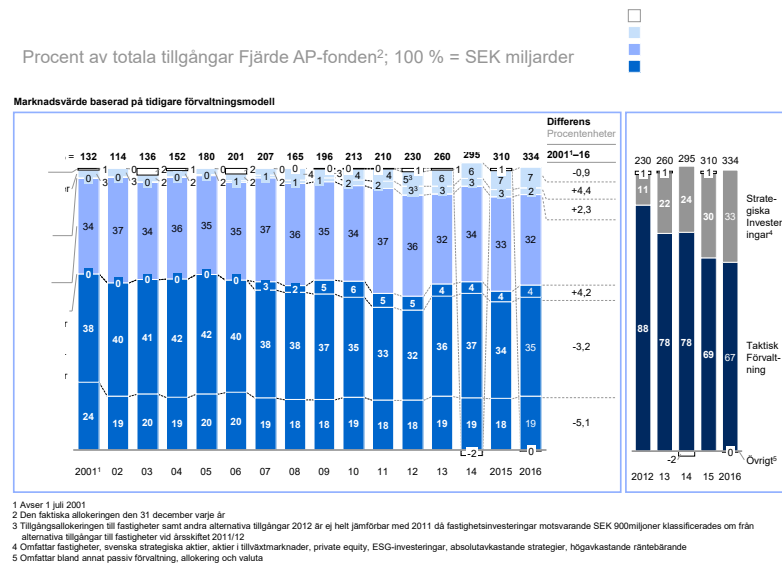
noterade småbolagsaktier, hållbarhets- och riskkapitalfonder. Utöver detta bedrivs förvaltning även på taktisk nivå med en investerings- och utvärderingshorisont på upp till 3 år. Den taktiska förvaltningen innebär investeringsbeslut avseende enskilda värdepapper och uppdraget är delegerat till enskilda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

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

### Portföljen

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

**Figur 5.12 Fjärde AP-fondens faktiska tillgångsallokering**



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

### Kostnader

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

förvaltningsarvoden, vilka har ökat som ett medvetet strategival för att ytterligare bredda och förbättra portföljens potential.

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

**Tabell 5.8 Fjärde AP-fondens kostnader och antal anställda**

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

Källa: Fjärde AP-fondens årsredovisningar

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

#### *Hållbarhet och ägarstyrning*

Fjärde AP-fonden fokuserar på att integrera hållbarhet i den dagliga förvaltningen av tillgångarna för att över tid minska risker i investeringarna och fånga avkastningspotential. Fonden är sedan 2012 en pionjär inom lågekoldioxidstrategier för att sänka klimatriskerna i tillgångarna och var också en av grundarna till Portfolio Decarbonization

<sup>22</sup> Exklusive prestationsbaserade arvoden.

<sup>23</sup> Vid årets slut.

Coalition (PDC). Låγκoldioxidstrategier utgjorde 24 procent av den globala aktieportföljen vid slutet av 2016. Sedan 2013 är fonden även investerare och aktiv för att utveckla marknaden för gröna obligationer när de möter fondens krav på lönsamhet och hållbarhet.

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

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

#### *Risk- och kontrollverksamhet*

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

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

### Skälen för regeringens bedömning

#### Sammanfattning

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

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

**Tabell 5.9 Sjätte AP-fondens resultat**

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

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

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

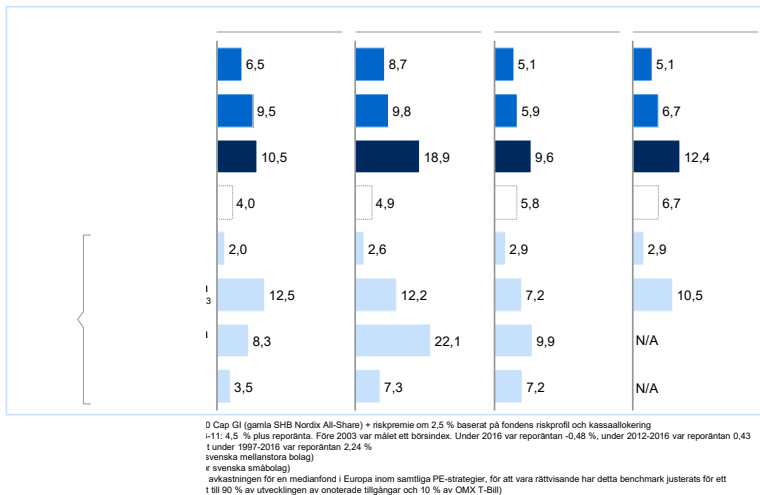


Sjätte AP-fondens arbete med hållbarhet och ägarstyrning hade under 2016 tre olika fokusområden: jämställdhet, mångfald och klimat. Inom ramen för dessa områden har ett antal aktiviteter anordnats. Fonden har även arbetat med analyser och vägledningar och en särskild mall har tagits fram till stöd för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

### Fondkapital och resultat

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

**Figur 5.13 Sjätte AP-fondens totala avkastning**



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

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

Avkastningen för 2016 uppgick till 6,5 procent. Sjätte AP-fondens avkastningsmål sedan 2011 är att följa genomsnittsavkastningen för ett nordiskt jämförelseindex (SIX Nordic 200 CAP GI), med påslag för en riskpremie för onoterade bolag om 2,5 procent (rullande femårsperiod).

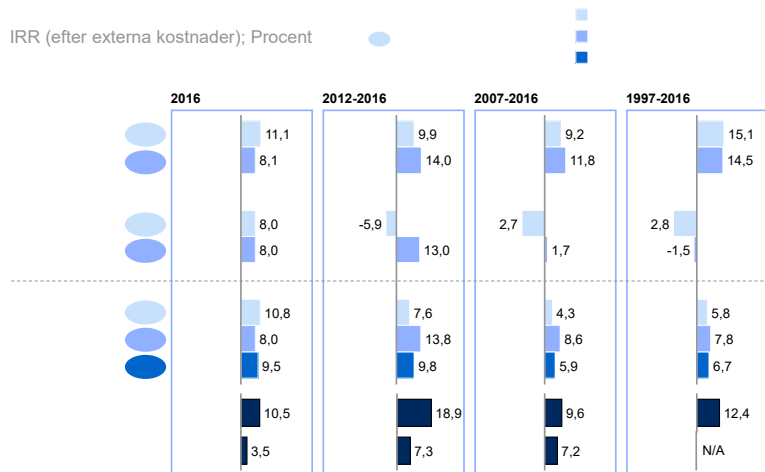
Det innebär att fonden inte nått upp till styrelsens avkastningsmål under någon av utvärderingsperioderna (se figur 5.13). Det bör dock noteras att jämförelsen för perioden före 2012 är mindre relevant på grund av den nya investeringsstrategin som infördes 2012.

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

### *Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet*

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

**Figur 5.14 Sjätte AP-fondens resultat och fondkapital per affärsområde**



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

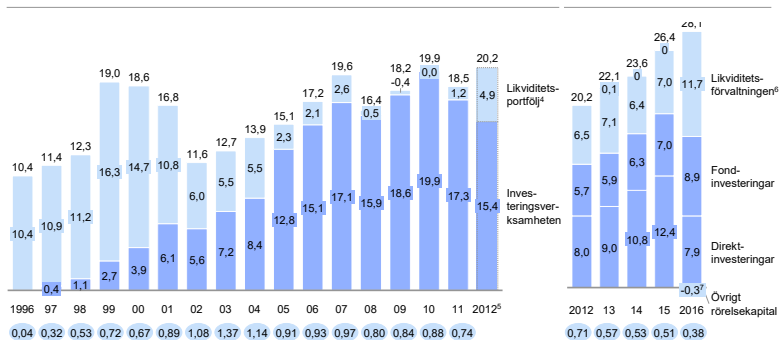
I affärsområdet venture capital (expansionsbolag) har utvecklingen varit negativ för i stort sett alla perioder förutom under 2016, då avkastningen

uppgick till 11,1 procent för direktinvesteringar och 8,1 procent för fondinvesteringar. Dessutom är avkastningen positiv, 13,0 procent, för fondinvesteringar inom venture capital för femårsperioden 2012–2016. Fondinvesteringar i expansionsbolagen klarar sig generellt bättre än direktinvesteringar och är svagt positiv för tioårsperioden och svagt negativ sedan start. Skr. 2016/17:130

**Faktaruta Värdering av onoterade aktier**

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

Totala tillgångar Sjätte AP-fonden<sup>1</sup>; SEK miljarder



1 AP6 redovisningsprinciper inom tillgångslaget Private Equity. I) värdering görs vid årets utgång som inkluderar kvartal fyra. II) försiktiga värderingsprinciper av direktinvesteringar i onoterade tillgångar samt kostnadsförd samtliga tillgångsförda kostnader (inklusive förvaltningskostnader) och därmed införbart dessa i resultatet  
 2 Totala kostnader enligt definition i fondens årsredovisning: externa management fees kostnadsförs inom det orealiserade resultatet  
 3 Enligt den nya definitionen redovisas fond- och direktinvesteringar separat. Noterade småbolag redovisas som en del av likviditetsförvaltningen. Sedan 2014 ingår även hedgegar i investeringsverksamheten vilka tidigare tillhört interbanken  
 4 Sedan 2003 interbanken. I interbanken ingår förutom kreditutnyttjande även korta tillgångar/skulder samt eventuellt övrigt kapital som inte är klassificerat att ingå i investeringsverksamheten  
 5 Redovisas enligt tidigare definition för jämförbarhet med historisk utveckling  
 6 Per december 2016 förväntades cirka 1,7 SEK miljarder i noterade småbolagsportfölj samt cirka 10,0 SEK miljarder i räntepåläggningar och kassakontot  
 7 SEK -0,3 miljarder i rörelsekapitalet har uppstått på grund av genomförd affär som ej gått till likvid och därför bokfört som en skuld

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

### Styrelsens utvärdering av Sjötte AP-fonden

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

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

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

### Investeringsverksamheten

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

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

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

#### *Likviditet*

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

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

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

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

**Tabell 5.10 Sjätte AP-fondens kostnader**

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

Källa: Sjätte AP-fondens årsredovisningar

### *Hållbarhet och ägarstyrning*

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

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

<sup>24</sup> Exklusive prestationsbaserade arvoden.

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

## 5.6 Sjunde AP-fonden

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

### Skälen för regeringens bedömning

#### *Sammanfattning*

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

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

Regeringen konstaterar vidare att Sjunde AP-fondens aktiva förvaltning 2016, jämfört med valda benchmark, var under de mål som styrelsen har satt för denna förvaltning även om bidraget till resultatet var positivt för både den taktiska allokeringen och för alfärförvaltningen. Regeringens anser att transparensen i fråga om nyttan av den aktiva förvaltningen fortsatt bör öka särskilt när det gäller eventuella positiva



effekter för övrig förvaltning. Dessutom ser regeringen gärna en tydligare redovisning av den aktiva förvaltningen och dess tre delar (taktisk allokering, absolutavkastande alfaförvaltning och förvaltning av onoterade aktier).

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

### *Strategisk förvaltning*

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

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

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
AP7 (PSF och SÅFA) <sup>1</sup>	6,5	8,6	14,8	15,5		
Premiepensionsindex <sup>2</sup>	4,2	5,3	8,3	8,8		

Upplysningar om AP-fondens förvaltning och resultat för perioden 2011–2016 och 2001–2016. För mer information se Sjunde AP-fondens årsrapport 2016. För mer information om AP-fondens förvaltning och resultat för perioden 2011–2016 och 2001–2016 se Sjunde AP-fondens årsrapport 2016. För mer information om AP-fondens förvaltning och resultat för perioden 2011–2016 och 2001–2016 se Sjunde AP-fondens årsrapport 2016.

### Aktiv förvaltning

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

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

Med taktisk allokering avses avsteg från hävstångens normalnivå på 35 procent med ett tillåtet avvikelseintervall i normalfallet inom 23–47 procent. Under 2016 tog dock styrelsen beslutet att minska hävstången till 25 procent på grund av värderingen av börsen. Den taktiska allokeringen bidrog med minus 24 miljoner kronor till resultatet för 2016 och den årliga genomsnittsavkastningen för perioden 2012–2016 var 78 miljoner kronor. Den taktiska allokeringen har en femårig utvärderingshorisont med ett mål om 225 miljoner kronor i genomsnittlig avkastning per år.

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

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

#### *AP7 Aktiefond*

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

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

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

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

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

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

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

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

Källa: Sjunde AP-fondens årsredovisning

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

#### AP7 Räntefond

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

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

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

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






#### Resultat för verksamheten

Under 2016 uppgick Sjunde AP-fondens intäkter av rörelsen till 305,2 miljoner kronor (320,8 miljoner kronor året innan). Intäkterna

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

#### *Kostnader och personal*

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

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

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

#### *Hållbarhet och ägarstyrning*

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

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

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

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

Inom det tredje temat Färskvatten började fonden analysera bolag i vattenintensiva branscher i bristregioner, för att kunna bedriva påverkan.

Skr. 2016/17:130 Detta vattenprojekt infogades i sin tur i SIDA-initiativet kring FN:s globala hållbarhetsmål Swedish Investors for Sustainable Development.

### 6.1 Hållbarhet och ägarstyrning

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

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

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

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

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

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

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

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

## 6.2 Översyn av placeringsreglerna

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

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

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

## 6.3 Process för prövning av sidouppdrag för styrelseledamöter

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

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



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

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

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

## 6.4 Samarbete mellan AP-fonderna

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

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

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

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

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

## 6.5 Sammanfattning från revision

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Figur 6.1 Den interna kontrollen mognadsgrad**



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

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

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

# Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna

## Bakgrund

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Styrelsernas roll

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

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

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

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

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

## Tillsättning av styrelser

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

Ledamöterna i AP-fondernas styrelser tillgodoser höga krav på kompetens, erfarenhet och integritet och måste göra detta mot bakgrund av styrelsernas ansvar och uppdragets betydelse i samhället. Ledamöterna ska enligt lag utses på grundval av sin förmåga att främja fondförvaltningen, vilket inte bör tolkas alltför snävt. Det är angeläget att styrelserna är allsidigt sammansatta bl.a. avseende bakgrund och erfarenhet. 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 stämmevalda styrelseledamöter ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen och att frågan ska avgöras efter en samlad bedömning. För statliga myndigheter gäller i regel en gräns vid nio år, vilket är något längre än den praxis som utvecklats inom statligt ägda bolag. Styrelsernas roll som ensamma ansvariga för verksamheten, i kombination med kravet att AP-fonderna ska uppbära allmänhetens förtroende, motiverar att höga krav ställs på ledamöternas oberoende i detta fall. Kravet på oberoende gäller hela styrelsen, inte endast en andel av styrelsen, och begränsningen bör vara någorlunda tydlig för att underlätta praktisk tillämpning. En begränsning vid cirka åtta år ligger väl inom ramarna för vad som i andra sammanhang har ansetts rimligt för att upprätthålla ledamöternas oberoende och bidrar dessutom till att skapa rimliga förväntningar angående uppdragets slutliga varaktighet.

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

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

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

## Regeringens utvärdering

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

### *Inledning*

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

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

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

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

#### *Tillämpningsområde*

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

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

#### *Styrelsens ansvarsområde*

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

Av styrelsens riktlinjer ska bland annat framgå

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

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

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

### *Ersättningsprinciper*

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

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

### *Redovisning*

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

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

### *Definitioner*

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

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

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

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

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

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

# Placeringsbestämmelser för AP-fondernas verksamhet i sammandrag

Skr. 2016/17:130  
Bilaga 2

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

Bilagan ger en sammanfattning av dessa placeringsbestämmelser.

## Första–Fjärde AP-fonderna

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

I relation till den inhemska aktiemarknaden får var och en av Första–Fjärde AP-fonderna inneha aktier i svenska bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige till ett marknadsvärde som uppgår till högst två procent av det totala marknadsvärdet av sådana aktier. I enskilda bolag får en fond äga aktier i bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad, intill ett belopp som motsvarar högst tio procent av röstetalet för aktierna i bolaget. Maximalt fem procent av det marknadsvärderade fondkapitalet får placeras i onoterade värdepapper (max 30 procent av röstetalet i onoterade riskkapitalbolag). Första–Fjärde AP-fondernas aktieplaceringar i fastighetsbolag är undantagna från begränsningarna avseende marknadsvärde och röstetal. Dessa placeringar begränsas i stället av en generell princip om riskspridning. Högst 40 procent av Första–Fjärde AP-fondernas marknadsvärderade tillgångar får vara utsatta för valutarisk. Minst 10 procent av fondkapitalet ska förvaltas externt.

**Tabell Första–Fjärde AP-fondernas placeringsregler i sammandrag**

Typ av instrument m.m.	Tillåtna placeringar
Generellt	Alla förekommande instrument på kapitalmarknaden. Aktier och fordringsrätter ska vara upptagna till handel på en reglerad marknad eller motsvarande marknad utanför EES (fastighetsaktier undantagna).
Onoterade värdepapper	Högst fem procent av fondkapitalet får vara placerat i aktier eller andelar i riskkapitalföretag, alternativt fordringsrätter, som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller motsvarande marknad utanför EES. Onoterade aktier får endast ägas indirekt via fond eller riskkapitalbolag (fastighetsaktier undantagna).
Räntebärande instrument	Minst 30 procent av fondkapitalet ska vara placerat i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk.
Derivat	Främst i syfte att effektivisera förvaltningen eller minska risker. Ej derivat med råvaror som underliggande tillgång.
Krediter	Bankinlånning och utlåning på dagslånemarknaden. Direktlån till egna fastighetsbolag. Repor och värdepapperslån främst i syfte att effektivisera förvaltningen.
Upplåning	Kortfristig upplåning vid tillfälliga behov. Möjlighet till lån i Riksgäldskontoret vid fondtömning.
Utländsk valuta	Högst 40 procent av fondkapitalet får vara exponerat för valutarisk.
Stora exponeringar	Högst tio procent av fondkapitalet får vara exponerat mot en enskild emittent eller grupp av emittenter med inbördes anknytning.

Svenska aktier	Marknadsvärdet av en fonds innehav av aktier i svenska bolag som är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige får uppgå till högst två procent av värdet av sådana aktier.
Röstetal	Högst tio procent i ett noterat enskilt företag (egna fastighetsbolag undantagna). Högst 30 procent i onoterade riskkapitalbolag.
Externa förvaltningsuppdrag	Minst tio procent av fondkapitalet ska läggas ut för extern förvaltning.

---

## Sjätte AP-fonden

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

Sjätte AP-fonden har bl.a. obegränsade möjligheter att investera i onoterade bolag och noterade riskkapitalbolag. Sjätte AP-fonden får äga maximalt 30 procent av röstetalet i svenska eller utländska bolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES. Det finns däremot ingen begränsning av Sjätte AP-fondens innehav när det gäller övriga svenska bolag eller riskkapitalbolag som i sin tur investerar i aktier som inte har tagits upp till handel på en reglerad marknad eller motsvarande (onoterade aktier). Sjätte AP-fondens tidigare ensidiga inriktning mot svenska bolag ersattes 2007 av en möjlighet att placera en mindre andel av fondkapitalet utomlands. Detta kommer till uttryck genom att Sjätte AP-fonden får utsätta högst tio procent av fondkapitalet för valutarisk (prop. 2006/07:100 s. 188 f.).

## Sjunde AP-fonden

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

Skr. 2016/17:130  
Bilaga 2

AP-fonderna ska dock fonder ta hänsyn till miljö och etik i placeringsverksamheten, utan att göra avkall på det övergripande målet om hög avkastning.





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 3



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 3



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 3



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 3





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 3



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 3



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 3



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 3





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 3



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 3







Skr. 2016/17:130  
Bilaga 4





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 4



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 4



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 4



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 4





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 4



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 4



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 4



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 4





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 5



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 5



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 5



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 5





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 5



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 5



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 5



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 5









Skr. 2016/17:130  
Bilaga 6



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 6



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 6









Skr. 2016/17:130  
Bilaga 6



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 6



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 6





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 6



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 6



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 6









Skr. 2016/17:130  
Bilaga 7



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 7



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 7



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 7





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 7



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 7



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 7









Skr. 2016/17:130  
Bilaga 8



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 8



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 8



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 8





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 8



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 8



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 8



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 8





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 8



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 8



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 8









Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9







Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9





Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9



Skr. 2016/17:130  
Bilaga 9

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 24 maj 2017

Närvarande: statsminister Löfven, ordförande, och statsråden Lövin, Y  
Johansson, M Johansson, Baylan, Bucht, Hultqvist, Andersson, Ygeman,  
Bolund, Damberg, Bah Kuhnke, Strandhäll, Fridolin, Eriksson, Linde,  
Skog, Ekström

Föredragande: statsrådet Bolund

---

Regeringen beslutar skrivelse AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2016