

Regeringens skrivelse

2008/09:130



Redovisning av AP-fondernas verksamhet t.o.m. 2008 Skr.

2008/09:130

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 20 maj 2009

Fredrik Reinfeldt

Mats Odell
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen lämnar regeringen en redovisning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) verksamhet t.o.m. 2008. I redovisningen ingår bl.a. en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar 2008, en utvärdering av styrelsernas förvaltning i ett längre perspektiv och en bedömning av fondernas operativa verksamhet under femårsperioden 2004–2008.

Sammanställningen av AP-fondernas årsredovisningar visar att resultatet för buffertfonderna sammantagna, dvs. Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna, uppgick till -194,7 miljarder kronor 2008. Förutom resultatet påverkades buffertkapitalet av ett positivt nettoinflöde av pensionsavgifter utöver pensionsbetalningar. Det summerade buffertkapitalet uppgick vid årets utgång till 707,1 miljarder kronor, vilket var 191,4 miljarder kronor mindre än året innan.

Första–Fjärde samt Sjätte AP-fondernas redovisade avkastning efter kostnader (procent per år)

AP-fond	2008	2007	2006	2005	2004	Genomsnitt
Första	-21,9	4,6	9,6	17,4	11,3	3,2
Andra	-24,1	4,0	12,8	18,5	11,4	3,3
Tredje	-19,8	5,0	9,6	17,8	11,1	3,9
Fjärde	-20,9	2,4	10,5	16,8	10,5	2,9
Sjätte	-16,6	14,1	13,7	8,9	8,7	5,1
Totalt	-21,6	4,2	10,7	17,4	10,9	3,3

Buffertfondernas samlade resultat uttryckt som avkastning uppgick till -21,6 procent under 2008. Den genomsnittliga avkastningen under

femårsperioden 2004–2008 uppgick till 3,3 procent per år, vilket motsvarar en real avkastning om 1,9 procent per år. Genom två stora tillbakagångar på världens aktiemarknader sedan 2001 är buffertkapitalets genomsnittliga avkastning sämre i det något längre perspektivet 2001–2008.

Regeringens utvärdering av AP-fondernas förvaltning omfattar styrelsernas strategiska beslut och fondernas operativa förvaltning i förhållande till styrelsernas mål och instruktioner. På övergripande nivå noteras att buffertfonderna, genom förlusterna under 2008, inte längre har bidragit till pensionssystemets finansiering utan tvärtom medverkat till inkomstpensionssystemets underskott detta år och behovet att aktivera pensionssystemets automatiska balansering. Utan buffertfondernas medverkan hade dock den automatiska balanseringen av pensionssystemet redan inträffat vid flera tidigare tillfällen.

Genom utvecklingen under 2008 har AP-fondernas långsiktiga avkastning försämrats påtagligt på kort tid. Scenförändringen under 2008 kan emellertid inte ensam läggas till grund för en ny och annorlunda bedömning av fondernas placeringsstrategier. Första–Fjärde AP-fondernas operativa förvaltning kan däremot bedömas ha gett otillfredsställande resultat, eftersom ingen av fonderna är i närheten av att uppnå målet för verksamheten under femårsperioden 2004–2008. Detta motiverar en genomgripande översyn från fondernas sida, vilket redan har påbörjats i flera fall.

Sjätte AP-fonden har ett, jämfört med övriga buffertfonder, specialiserat uppdrag att investera i små och medelstora onoterade bolag som huvudsakligen ska vara svenska. Också Sjätte AP-fondens långsiktiga resultat har försämrats påtagligt inom loppet av ett år, vilket emellertid inte ensamt kan läggas till grund för en ny och annorlunda bedömning.

Sjunde AP-fonden har inte uppnått målet att överträffa genomsnittet av valda fonder i premiepensionssystemet (PPM-index) under femårsperioden 2004–2008, vilket främst beror på ett mycket svagt operativt resultat 2008. Sjunde AP-fondens förvaltning av Premiesparfonden har dock uppnått en avkastning i nivå med PPM-index under den längre perioden 2001–2008.

AP-fondernas långtgående självständighet ställer krav på att verksamheten bedrivs effektivt. Regeringen bedömer mot den bakgrunden att det finns skäl för en genomgripande översyn av Första–Fjärde AP-fondernas operativa förvaltning. Regeringen anser därtill att i första hand Första–Fjärde AP-fonderna har utnyttjade möjligheter att samordna gemensamma funktioner.

Regeringen har tidigare uttalat att kostnaderna för att administrera ålderspensionen är betydande, särskilt jämfört med tiden innan pensionsreformen, och att kostnaderna för AP-fondernas förvaltning är en bidragande orsak till detta. Mot den bakgrunden ska Pensionsgruppen, som har till uppgift att vårda fempartiöverenskommelsen om pensionsreformen, överväga om det finns skäl att se över nuvarande regler för AP-fonderna.

Denna gång utvärderas dessutom Första–Fjärde och Sjunde AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik, på grundval av den offentliga utredningen om AP-fondernas etik och miljöansvar (SOU 2008:107). De

berörda AP-fonderna bedöms ha genomfört riktlinjerna på ett bra sätt, Skr. 2008/09:130
vilket emellertid inte hindrar att arbetet med miljö och etik kan utvecklas
ytterligare.

Innehållsförteckning

1	Inledning.....	6
2	Utvecklingen på de finansiella marknaderna.....	7
2.1	Bakgrund.....	7
2.2	Utvecklingen på de finansiella marknaderna 2001– 2008	8
3	AP-fonderna och ålderspensionssystemet.....	10
3.1	Det allmänna ålderspensionssystemet.....	10
3.1.1	Närmare om inkomstpensionssystemet	12
3.2	Ålderspensionssystemet 2008	13
3.2.1	Inkomstpensionssystemet.....	13
3.2.2	Premiepensionssystemet	14
3.3	AP-fondernas uppbyggnad.....	15
3.3.1	Historik.....	15
3.3.2	Buffertfondernas roll i inkomstpensionssystemet.....	16
3.3.3	Sjunde AP-fondens roll i premiepensionssystemet.....	20
3.4	Buffertfondernas samlade resultat.....	21
4	AP-fondernas redovisade resultat	24
4.1	Första–Fjärde AP-fonderna.....	25
4.1.1	Första AP-fondens resultat.....	25
4.1.2	Andra AP-fondens resultat	28
4.1.3	Tredje AP-fondens resultat.....	30
4.1.4	Fjärde AP-fondens resultat.....	33
4.2	Sjätte AP-fonden.....	36
4.3	Sjunde AP-fonden	41
4.4	Avvecklingsfonderna	43
5	Utvärdering av AP-fondernas verksamhet.....	44
5.1	AP-fonderna i pensionssystemet.....	46
5.2	Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning.....	50
5.2.1	Strategiska beslut	50
5.2.2	Operativ förvaltning.....	60
5.3	Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning.....	65
5.4	Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning.....	69
5.4.1	Strategiska beslut	69
5.4.2	Operativ förvaltning.....	72
5.5	Övriga förvaltningsfrågor.....	74
	Bilaga 1 Policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna.....	81
	Bilaga 2 Årsredovisning för Första AP-fonden	
	Bilaga 3 Årsredovisning för Andra AP-fonden	
	Bilaga 4 Årsredovisning för Tredje AP-fonden	
	Bilaga 5 Årsredovisning för Fjärde AP-fonden	
	Bilaga 6 Årsredovisning för Sjätte AP-fonden	
	Bilaga 7 Årsredovisning för Sjunde AP-fonden	
	Bilaga 8 Underlag från McKinsey & Company	

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträdet den 20 maj 2009

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

Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna förvaltar fördelningssystemets buffertkapital och kan därför sägas vara buffertfonder. Buffertkapitalet ingår bland pensionssystemets tillgångar tillsammans med avgiftstillgången, som i sin tur representerar värdet av framtida pensionsavgifter. Buffertfonderna utjämnar svängningar i flödet av pensionsavgifter och pensionsbetalningar och förväntas därutöver bidra till pensionssystemets långsiktiga finansiering. Med början under de närmaste åren förväntas pensionsbetalningarna beloppsmässigt överstiga pensionsavgifterna, vilket då kommer att ställa krav på årliga nettotillskott från buffertfonderna. Sjunde AP-fonden förvaltar, tillsammans med ett stort antal privata fondförvaltare, premiepensionssystemets fonderade kapital.

Första–Fjärde AP-fonderna fick nya uppdrag 2000, med verkan fr.o.m. 2001. Som ett led i reformerna på pensionsområdet har fondernas roll som buffert och långsiktig finansiär av inkomstpensionen renodlats. Fondernas styrelser fastställer mål och riktlinjer för verksamheten på basis av lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och dess förarbeten (prop. 1999/2000:46). Eftersom reglerna är desamma har Första–Fjärde AP-fonderna identiska uppdrag. Var och en av dessa förvaltar blandade och väl spridda globala portföljer bestående av aktier, räntebärande instrument och onoterade tillgångar. Sjätte AP-fonden, som också ingår bland buffertfonderna, har dock i huvudsak verkat under samma regelverk sedan dåvarande sjätte fondstyrelsen inrättades 1997. Fondens uppgift är att placera fondkapitalet på den inhemska riskkapitalmarknaden med inriktning mot små och medelstora företag.

Den i skrivelsen aktuella perioden t.o.m. 2008 omfattar delperioder med varierande förutsättningar – först en period av omfattande börsoro under de första åren efter reformen 2001, därefter återhämtning med generellt stigande aktiekurser under 2003–2006, därefter nya börsfall som förstärktes under 2008. Som ett resultat av detta är den långsiktiga avkastningen på svenska och utländska aktier negativ, vilket har påverkat förutsättningarna för alla pensionsfonder som placerar i aktier, inte minst AP-fonderna.

Buffertfondernas långsiktiga avkastning sedan 2001 når inte upp till pensionssystemets mål, bl.a. av det skälet att fonderna inte har bidragit till pensionssystemets finansiering på det sätt som skett under perioden 2005–2007. Effekten av detta har förstärkts av att pensionssystemets underskott, och därmed behovet av tillkommande finansiering, var särskilt stort 2008. Som ett resultat av pensionssystemets underskott och bristande finansiering kommer inkomstpensionssystemets automatiska balansering att aktiveras.

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

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

I skrivelsen sammanfattas utvecklingen på de finansiella marknaderna i avsnitt 2. AP-fondernas roll i pensionssystemet och övergripande utveckling behandlas i avsnitt 3. AP-fondernas resultat sammanfattas på grundval av fondernas årsredovisningar i avsnitt 4. Därefter följer regeringens utvärdering av fondernas verksamhet i avsnitt 5. Regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna återfinns i *bilaga 1*. AP-fondernas årsredovisningar återfinns i *bilagor 2–7*. Som tidigare har extern expertis anlitas för att bistå vid utvärderingen. Konsulternas underlag återfinns i *bilagor 8–9*.

2 Utvecklingen på de finansiella marknaderna

2.1 Bakgrund

Regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet sker i två steg. Först utvärderas styrelsernas strategiska beslut, som ofta har störst betydelse för fondkapitalets långsiktiga utveckling. Därefter utvärderas fondernas operativa resultat med utgångspunkt i de mål och riktlinjer som har fastställts av styrelserna.

Vid utvärdering av styrelsernas strategiska beslut bör perioden för utvärdering vara lång. Den bör dock inte vara så lång som fondernas egen placeringshorisont, eftersom det i så fall skulle vara alltför sent att vidta eventuella korrigerande åtgärder. Även det faktum att ledamöterna i AP-fondernas styrelser ersätts efter viss tid talar för att perioden för utvärdering av strategiska beslut trots allt bör vara begränsad. Dock kan en utvärdering av styrelsernas strategiska beslut inte upphöra att ta hänsyn till fondernas placeringshorisont, som den framgår av pensionssystemets åtagande. I det följande läggs hela perioden sedan Första–Fjärde AP-fonderna inledde verksamhet med nya placeringsregler 2001 till grund för granskningen av styrelsernas strategiska beslut. Sjätte AP-fonden utvärderas i ett ännu längre perspektiv.

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

2.2 Utvecklingen på de finansiella marknaderna 2001–2008

Avkastningen på aktiemarknaden har varit negativ under perioden 2001–2008. Den så kallade IT-bubblan brast i mars 2000. Den ledde till långvariga och djupgående effekter på den globala ekonomin som började återhämta sig först under 2003.

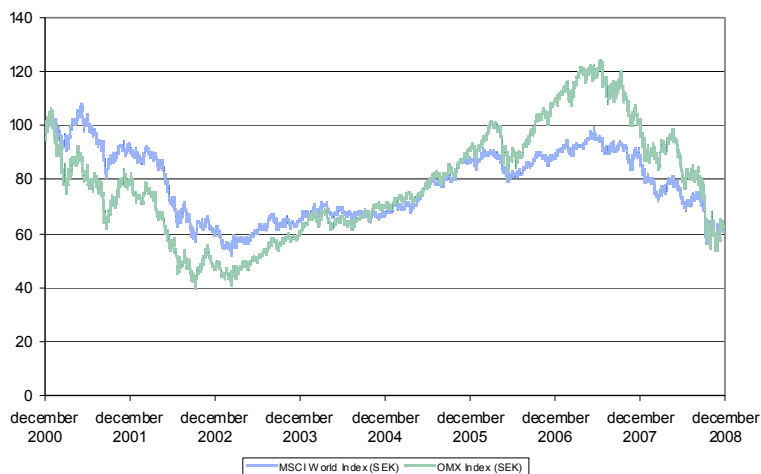
Under de åtta åren har flera dramatiska händelser inträffat som i mer eller mindre hög utsträckning har fått negativa konsekvenser på de finansiella marknaderna.

- Den 11 september 2001 attackerades World Trade Center i New York. Attentatet följdes senare av fler attacker bland annat i Madrid och London. USA förklarade krig mot terrorismen, vilket ledde till krig mot Afghanistan och slutligen till en invasion av Irak.
- I slutet av 2001 tvingades först Enron att ansöka om konkursskydd efter en redovisningsskandal. Ett halvår senare tvingades Worldcom göra detsamma, också efter bedrägliga redovisningsmetoder.
- Annandag jul 2004 drabbades flera länder i Sydostasien av en kraftig tsunami som kom att kräva många människoliv.
- USA drabbades 2005 av en naturkatastrof som saknar motstycke i USA:s historia då orkanen Katrina mer eller mindre utplånade New Orleans.
- I september 2008 ansökte Lehman Brothers om konkursskydd och blev därmed det största företaget i USA:s historia som ansökt om konkursskydd. (Det största företaget som ansökt om konkursskydd före september 2008 var Enron.)
- Under bolånekrisen har flera mindre och större bolag tvingats i konkurs, blivit uppköpta och eller räddade av staten t.ex. Bear Stearns, Freddie Mac och Fannie Mae i USA. Dessutom har djupgående problem påvisats hos bl.a. Citigroup och UBS.

Utvecklingen på aktiemarknaderna 2001 och 2002 var mycket svag i spåren av IT-bubblan (MSCI World föll med 35 procent under perioden). Under 2003 inleddes en kraftig uppgång på börsen som kom att vara t.o.m. 2006 (MSCI World steg med 105 procent under perioden), trots flera av ovanstående händelser.

Figur 2.1 Utvecklingen på aktiemarknaderna 2001–2008 (2000-12-30 = 100)

Skr. 2008/09:130



Världens börser hade hunnit återhämta sig rejält från IT-bubblan när bolånekrisen i USA började växa fram i slutet av 2006. När det första bolåneinstitutet gick omkull i början av 2007 började världens börser att halta. När finanskrisen slutligen slog igenom på allvar i samband med att Lehman Brothers ansökte om konkurskydd var kraftiga börsfall världen över ett faktum.

Under 2008 föll världens börser med cirka 40 procent, medan realränteobligationer och tioåriga nominella obligationer avkastade 6,0 respektive 22,6 procent. Fastighetsindex föll under 2008 för första gången sedan 2001, fallet var dock måttligt. I genomsnitt har den svenska börser under perioden 2001–2008 avkastat i genomsnitt -5,7 procent per år, vilket ur ett historiskt perspektiv får betraktas som mycket dåligt. Världsindex har gett samma svaga avkastning, mätt i svenska kronor. Avkastningen på realränteobligationer och nominella obligationer har under samma period varit 7,0 respektive 7,7 procent per år. Fastigheter har avkastat i genomsnitt 6,5 procent per år under perioden.

Tabell 2.1 Kapitalmarknadernas avkastning 2001–2008 (procent per år)

	2008	2001–2008
Svenska aktier (OMX)	-38,8	-5,7
Utländska aktier (MSCI World i SEK)	-29,7	-5,7
Svenska obligationer (10 år)	22,6	7,7
Reala obligationer	6,0	7,0
Fastigheter (Svenskt fastighetsindex)	-3,3	6,5
Risikfri ränta (mätt med årsväxlar)	4,1	3,3

Källa: Ecwin.

Under 2008 ledde det vikande förtroendet för aktiemarknaden till kraftigt ökad efterfrågan på obligationer och investeringar i aktier framstår i detta perspektiv som en mycket dålig investering. Medan aktiebörserna föll i genomsnitt med drygt 40 procent under 2008 gav obligationer en nominell avkastning på hela 22,6 procent.

Efter en lång period med historiskt sett små skillnader mellan räntor på statsobligationer och företagsobligationer började räntorna på företagsobligationer att stiga kraftigt i samband med att bolånekrisen växte fram i USA. Krisen spred sig via bolånemarknaden från krediter med låg kreditvärdighet över till korta företagscertifikat som var säkerställda av långfristig utlåning mot framför allt den nordamerikanska bostadssektorn. Flera banker hade garanterat finansieringen till bostadssektorn och problemen spred sig vidare till de amerikanska bankerna. Bankernas kapitalbas började krympa på grund av kreditförluster och bankernas förtroende för utlåningen mellan varandra raserades. Federal Reserve, liksom andra centralbanker, tvingades att sänka styrräntan och tillföra likviditet i systemet. Den finansiella krisen har slutligen spridit sig till den reala ekonomin på global nivå. Efterfrågan har fallit mycket kraftigt och tillväxtprognoserna för 2009 är generellt sett mycket låga.

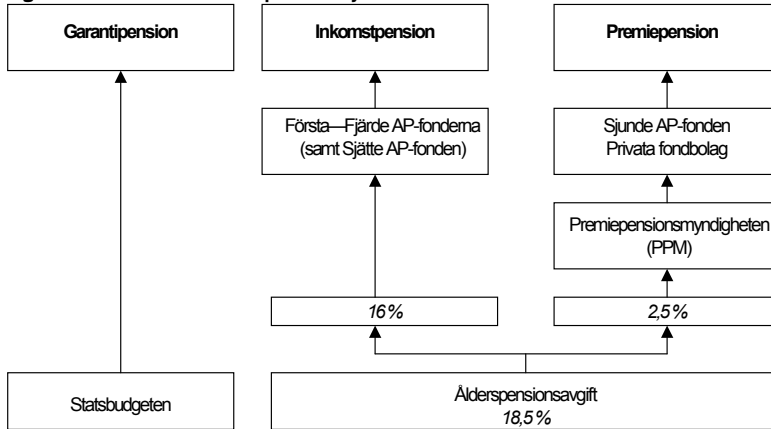
3 AP-fonderna och ålderspensionssystemet

3.1 Det allmänna ålderspensionssystemet

Det reformerade allmänna ålderspensionssystemet trädde i kraft med början den 1 januari 1999. För att stärka pensionssystemet inför förväntade påfrestningar till följd av den demografiska utvecklingen bedömdes en reform av det tidigare förmånsbestämda systemet, som omfattade ATP och folkpension, vara nödvändig. Det äldre pensionssystemet kommer att fasas ut fram till 2018 och under denna tid successivt ersättas av det nya avgiftsbestämda systemet.

Genom att det nya och det äldre systemet verkar parallellt under en övergångsperiod innefattar pensionssystemet utbetalningar enligt både nya och gamla regler. I pensionssystemet finns garantipension, inkomstpension och premiepension enligt de nya reglerna. Under övergångsperioden benämns den pension som intjänats enligt gamla regler tilläggspension (utbetalningar av tilläggspension väntas fortgå in på 2030-talet).

Figur 3.1 Det allmänna ålderspensionssystemet



Avgiften till den allmänna ålderspensionen är fast och uppgår till 18,5 procent av pensionsgrundande inkomster (jämfte vissa tillkommande ersättningar och belopp). Den förmån som så småningom betalas ut från det avgiftsbestämda systemet beror dels på storleken av inbetalade avgifter under den förvärvsaktiva tiden, dels på årlig uppräknings av dessa belopp, som baseras på olika principer i inkomstpensionssystemet respektive premiepensionssystemet. Avgifterna är i sin tur relaterade till individens inkomst, vilken tillsammans med den ekonomiska utvecklingen, särskilt inkomstutvecklingen respektive premiepensionsmedlens avkastning, blir avgörande för den inkomstgrundade ålderspensionens storlek, dvs. inkomstpension, premiepension och tilläggspension. Det innebär att det råder en överensstämmelse mellan inbetalning av pensionsavgifter och intjänad pensionsrätt och att dessa i sin helhet finansieras utanför statsbudgeten.

Huvuddelen av pensionsavgiften, ett belopp motsvarande 16,0 procent av pensionsunderlaget, ger rätt till inkomstpension, vilken, tillsammans med tilläggspensionen som samordnats med denna, kan betraktas som ett fördelningssystem eftersom utgående pensioner i allt väsentligt finansieras löpande av inkommande pensionsavgifter. Ur den enskildes perspektiv sker dock en bokföring av inbetalade avgifter på ett konto. Målet är att behållningen på detta konto ska växa över tiden med genomsnittsinkomsten i samhället, mätt med inkomstindex.

Resterande 2,5 procent av pensionsunderlaget förs till premiepensionssystemet där det förvaltas i fonder enligt individens önskemål. För individer som inte uttryckt några andra önskemål förs motsvarande premiepensionsmedel till Sjunde AP-fondens Premiesparfond. Premiepensionssystemet är fullständigt fonderat, vilket innebär att det inte finns några tillgångar utöver det fonderade kapitalet, vars tillväxt över tid beror på kapitalmarknadens avkastning.

Garantipensionen är fristående från de övriga komponenterna genom att den utgör en del av samhällets grundskydd och därför är oberoende av inkomst. Reformen innebär bl.a. att åtagandet för garantipension överfördes från pensionssystemet till statsbudgeten.

Försäkringen för inkomstpension (inkomstpensionssystemet) är som framgått ett fördelningssystem, eftersom det är dagens förvärvsaktiva som betalar dagens pensioner. Systemet kan därför beskrivas som ett kontrakt mellan generationer.

Inkomstpensionssystemets tillgångar består av den s.k. avgiftstillgången och av buffertfondernas förmögenhet. Avgiftstillgången kan under vissa förutsättningar beskrivas som nuvärdet av alla framtida avgiftsinbetalningar, givet de förhållanden som råder vid värderingstidpunkten. Närmare bestämt beräknas avgiftstillgången som den årliga avgiftsinbetalningen multiplicerad med systemets s.k. omsättningstid, som anger den genomsnittliga tidrymden från intjänandet av pensionsrätter till dess att de utbetalas. Denna omsättningstid är cirka 32 år, varav 21 år avser intjänandetid och 11 år avser utbetalningstid. Med kännedom om omsättningstiden kan det årliga avgiftsflödet enkelt omvandlas till ett kapitalbelopp som benämns avgiftstillgången.

Pensionsskulden beräknas utifrån de utbetalningar som förväntas till förvärvsaktiva och pensionärer, givet de förhållanden som råder vid värderingstidpunkten.

Det fonderade kapitalet utgör en mindre del av pensionssystemets tillgångar och fungerar främst som ett buffertkapital. Första–Fjärde AP-fonderna mottar pensionsavgifter och finansierar utbetalning av pension och utjämnar på så sätt svängningar i dessa. Med början under de närmaste åren förväntas utbetalning av pension överstiga inbetalning av pensionsavgifter, varför det fonderade kapitalet behöver tas i anspråk för att täcka ett löpande underskott.

För att tillgodose grundläggande krav på neutralitet mellan generationer har det varit ett mål för reformarbetet att inkomstpensionen – gällande pensionsrätter såväl som utgående pensioner – ska räknas upp med genomsnittsinkomstens utveckling. En sådan uppräkningsmetod kan på längre sikt hota systemets finansiella stabilitet, eftersom det kan medföra avvikelser mellan pensionssystemets löpande inkomster och utgifter. Om antalet förvärvsarbetande sjunker, finns det en risk att systemets utgifter växer i snabbare takt än inkomsterna. Detta beror på att genomsnittsinkomsten, som påverkar pensionssystemets utgifter, i ett sådant fall kan växa snabbare än inkomstsumman (produkten av antal förvärvsarbetande och genomsnittsinkomsten) som påverkar pensionsavgifterna och därmed pensionssystemets inkomster.

Trots denna komplikation har det varit möjligt att konstruera ett autonomt pensionssystem vid sidan av statsbudgeten. Förklaringen är att pensionssystemet numera är avgiftsbestämt, vilket innebär att det råder symmetri mellan avgiftsinbetalningar och den pensionsrätt som tillgodoräknas den enskilde, samt att pensionsrätterna anpassas till den demografiska utvecklingen i samhället. Vid pensionstillfället räknas individens intjänade pensionsrätt om till en årlig pension med hjälp av ett fast delningstal som tar hänsyn till medellivslängdens utveckling fram till dess. Individens pension påverkas däremot inte av förändringar i medellivslängden efter pensionstillfället.

Kvarvarande risker för varaktiga underskott i systemet elimineras av den automatiska balanseringen som beslutats av riksdagen. Den

automatiska balanseringen, som säkerställer pensionssystemets finansiella stabilitet även under svåra demografiska påfrestningar, innebär i korthet att uppräknigen av pensionsrätter och pensioner reduceras i förhållande till genomsnittsinkomsten när pensionsskulden överstiger systemets tillgångar. Den automatiska balanseringen aktiveras om det s.k. balanstalet – kvoten mellan systemets tillgångar och skulder – understiger ett, dvs. om tillgångarna inte räcker för att finansiera skulderna fullt ut.

Det har ännu inte beslutats vad som ska gälla om det uppstår betydande överskott, som skulle möjliggöra utdelning till de försäkrade. Förslag till regler har lämnats i betänkandet *Fördelning av överskott i ålderspensionssystemet* (SOU 2004:105). Utredningen föreslog utdelning när balanstalet överstiger 1,10. Betänkandet har remissbehandlats.

Hur väl balanstalet fungerar som värdemätare av pensionssystemets finansiella ställning har under året aktualiserats till följd av den kraftiga minskningen av buffertfondernas värde under 2008. Försäkringskassan har på uppdrag av den s.k. Pensionsgruppen¹ utrett och lämnat förslag till hur balanseringen skulle kunna spridas ut över flera år för att uppnå en jämnare inkomstutveckling. Av de två alternativen som Försäkringskassan presenterade – att beräkna buffertfondernas kapital som ett genomsnitt av värdet de senaste tre åren eller att ange en begränsning (korridor) av balanseringen – fattade Pensionsgruppen den 28 april 2009 beslut om att förorda det förra alternativet.

3.2 Ålderspensionssystemet 2008

3.2.1 Inkomstpensionssystemet

Pensionssystemets tillgångar, skulder och resultat redovisas i pensionssystemets årsredovisning som upprättas av Försäkringskassan. Uppgifterna i det följande har hämtats från Pensionssystemets årsredovisning 2008.

Inkomstpensionssystemets redovisade resultat 2008 uppgick till -261 miljarder kronor, vilket innebär att det nu finns ett ackumulerat underskott på 243 miljarder kronor (tabell 3.1). Det negativa resultatet beror huvudsakligen på det minskade värdet av buffertfonderna, som under 2008 uppvisade en avkastning på -194 miljarder kronor. Detta kompenseras marginellt av att de inbetalda pensionsrätterna översteg fondernas utgifter, pensionsutbetalningar och administrationskostnader, på 3 miljarder kronor. Därtill ökade pensionsskulden mer än avgiftstillgången, vilket bidrog med -70 miljarder kronor.

¹ Arbetsgrupp med företrädare för de fem partierna bakom pensionsreformen, vilken har till uppgift att vårda pensionsöverenskommelsen. De fem partierna är Centerpartiet, Folkpartiet liberalerna, Kristdemokraterna, Moderata samlingspartiet och Socialdemokraterna.

Tabell 3.1 Inkomstpensionssystemet 2004–2008 (mdkr)

Skr. 2008/09:130

	2008	2007	2006	2005	2004
Buffertfonderna	707	898	858	796	646
Avgiftstillgång	6 477	6 116	5 945	5 721	5 607
Summa tillgångar	7 184	7 014	6 803	6 490	6 253
Pensionsskuld	7 428	6 996	6 703	6 461	6 244
Över-/Underskott	-243	18	100	28	9
Balanstal (kvot)	0,9672	1,00226	1,0149	1,0044	1,0014

Källa: Pensionssystemets årsredovisning 2008.

Inkomstpensionssystemets tillgångar består av avgiftstillgången som motsvarar värdet av systemets anspråk på 16 procent av alla framtida arbetsinkomster och pensionsgrundande transfereringar samt buffertfondernas kapital. Under 2008 ökade tillgångarna med 170 miljarder kronor, eller med 2,4 procent, varav avgiftstillgången och buffertfonderna svarade för 361 respektive -191 miljarder kronor. Avgiftstillgången, i sin tur, tillfördes 395 miljarder kronor genom ökade pensionsavgifter. Ökningen motverkades av sammantaget ca två månaders kortare omsättningstid, till följd av att intjänandetiden minskade och utbetalningstiden ökade. För buffertfondernas utveckling, se avsnitt 3.4.

Pensionsskulden ökade med 431 miljarder kronor 2008, eller med 6,2 procent, varav uppräkningsdelen med genomsnittsinkomsten (inkomstindex) svarade för 385 miljarder kronor. Därutöver ökade skulden med 27 miljarder kronor till följd av något ökad medellivslängd (27 dagar). Resterande del av skuldökningen, 18 miljarder kronor, förklaras främst av att nyintjänade pensionsrätter och ATP-poäng (inklusive vissa justeringar) översteg årets pensionsutbetalningar.

Inkomstpensionssystemets underskott 2008 innebär att balanstalet har beräknats till 0,9672.

3.2.2 Premiepensionssystemet

Vid utgången av 2008 omfattade premiepensionssystemet 6,0 miljoner premiepensionssparare med ett samlat fondinnehav om 231 miljarder kronor. Värdet av pensionsspararnas fondinnehav minskade under året med 77 miljarder kronor, beroende på att fondkapitalet minskade med 106 miljarder kronor, vilket endast delvis kompensterades av nya pensionsrätter på motsvarande 30 miljarder kronor. Den genomsnittliga avkastningen på fondplaceringarna uppgick till -34,5 procent. Sedan fondförvaltningen startade 2000 har den genomsnittliga avkastningen uppgått till -3,5 procent per år. Vid utgången av 2008 hade endast ca 28 procent av pensionsspararna haft en positiv värdeutveckling på sina premiepensionskonton under perioden sedan inträdet i systemet, att jämföra med 99 procent föregående år.

Vid utgången av 2008 deltog 83 fondförvaltare med tillsammans 773 fonder i premiepensionssystemet. Efter att andelen pensionssparare som gjort ett aktivt val stabiliserats under tre år, vände trenden återigen nedåt och i slutet av 2008 var andelen 57,0 procent av pensionsspararna. För fjärde året i följd ökade emellertid de aktiva fondväljarnas andel av

kapitalet (detta år till 72,8 procent av kapitalet), vilket beror på att de aktiva under denna tid i genomsnitt har haft en bättre avkastning på sina placeringar än de passiva men också på att de aktivas pensionsrätter i genomsnitt är högre. Pensionsspararnas aktivitet har fortsatt att öka men ökningstakten avtog i förhållande till föregående år, under 2008 ökade bl.a. antalet genomförda fondbyten med 24 procent till 3,2 miljoner fondbyten.

Tabell 3.2 Fondplaceringar inom premiepensionssystemet 2004–2008 (mdkr)

	2008	2007	2006	2005	2004
Aktiefonder	105,2	162,8	141,1	99,2	60,7
Blandfonder	9,7	9,9	9,3	7,2	5,1
Generationsfonder	28,9	35,3	30,6	23,0	15,2
Räntefonder	24,2	12,9	7,5	4,9	3,7
Premiesparfonden	62,6	87,4	78,9	58,1	40,1
Totalt	230,6	308,3	267,4	192,4	124,8

Källa: PPM.

Avgiftsuttaget från pensionsspararna till Premiepensionsmyndigheten (PPM) uppgick till 440 miljoner kronor under 2008, vilket motsvarade 0,16 procent av pensionsspararnas fondinnehav. Fondbolagens förvaltningsavgifter uppgick till 2,0 miljarder kronor. Av dessa kommer 1,2 miljarder kronor att återföras till pensionsspararna i form av rabatter under 2009. Detta motsvarade en sänkning av förvaltningsavgiften från 0,79 procent före rabatt till 0,30 procent efter rabatt. Premiepensionsspararnas samlade avgifter till PPM och fondförvaltarna detta år kan därmed uppskattas till 0,46 procent av förvaltad kapital.

Vid sidan av fondförsäkring bedriver PPM traditionell livförsäkringsrelse med ett samlat kapital om 1,7 miljarder kronor för pensionärer som valt att omvandla fondförsäkringen till en livförsäkring med fasta belopp (s.k. annuitet).

3.3 AP-fondernas uppbyggnad

3.3.1 Historik

Den ursprungliga AP-fonden inrättades i samband med 1960 års pensionsreform och införandet av Allmän tilläggspension (ATP). Motivet bakom fondbildningen var ett samhällsekonomiskt intresse av att upprätthålla sparandet i ekonomin och därmed goda förutsättningar för att långsiktigt finansiera pensionsutgifterna samt att bygga upp en buffert för att jämna ut kortsiktiga avvikelser mellan avgiftsinkomster och pensionsutbetalningar.

Den genomgripande reformen av ålderspensionssystemet, som beskrivits ovan, utgör bakgrunden till de förändringar av AP-fondernas regelverk som inleddes 2000 och som fullföljdes genom ändrade placeringsregler året därpå. Som en konsekvens av reformen har AP-fondernas roll som buffert och långsiktig finansiär av det reformerade pensionssystemet tydliggjorts.

I samband med reformen den 1 maj 2000 namnändrades första, andra, fjärde, sjätte och sjunde fondstyrelserna till Första, Andra, Fjärde, Sjätte och Sjunde AP-fonderna. Den dåvarande tredje fondstyrelsen avvecklades, medan femte fondstyrelsen bytte namn till Tredje AP-fonden. Av den anledningen finns det i dag inte någon femte AP-fond. De nybildade Första–Fjärde AP-fondernas placeringsbestämmelser började gälla den 1 januari 2001.

Pensionsreformen innebar en belastning på statsbudgeten genom det övertagna åtagandet för garantipension samtidigt som staten enligt nya regler ålades att betala avgifter för pensionsgrundande ersättningar från social- och arbetslöshetsförsäkringarna samt för pensionsgrundande belopp i form av förtidspension, barnår, studier eller plikttjänst. Det ansågs därför motiverat att kompensera statsbudgeten genom att överföra kapital från buffertfonderna till Riksgäldskontoret, motsvarande en engångsöverföring om 300–350 miljarder kronor per den 1 januari 1999. Riksdagen har hittills beslutat om överföringar från AP-fonderna till statsbudgeten motsvarande sammanlagt 258 miljarder kronor per detta datum (prop. 1999/2000:46 s. 62). Frågan om överföringarnas slutliga storlek hänsköts till en kontrollstation 2004. Partierna bakom pensionsöverenskommelsen har därefter enats om att ett definitivt ställningstagande om återstående överföringar ska samordnas med beslut om fördelning av överskott i pensionssystemet.

3.3.2 Buffertfondernas roll i inkomstpensionssystemet

Första–Fjärde samt Sjunde AP-fondernas förvaltning regleras i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), medan Sjätte AP-fondens förvaltning regleras i lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden.

Som framgått av figur 3.1 fullgör Första–Fjärde AP-fonderna uppgiften som buffertfonder inom ramen för inkomstpension, övergångsvis inklusive tilläggspension (det s.k. fördelningssystemet). Dessa fonder mottar pensionsavgifter och finansierar pensionsbetalningar månatligen. Sedan riksdagen beslutat om den automatiska balanseringen av ålderspensionssystemet definieras även Sjätte AP-fonden som buffertfond inom fördelningssystemet genom att inkluderas bland pensionssystemets tillgångar. Sjätte AP-fonden ingick däremot inte i pensionsöverenskommelsen och har ett specialiserat uppdrag jämfört med andra buffertfonder.

Sjunde AP-fonden förvaltar en del av premiepensionskapitalet, dvs. det kapital som vid pensionering ligger till grund för utbetalning av premiepension. Sjunde AP-fonden ingår därför i premiepensionssystemet.

Första–Fjärde AP-fonderna

Genom att det reformerade pensionssystemet ska vara autonomt från statsbudgeten har buffertfondernas roll klarlagts ytterligare. På ett övergripande plan ska fondmedlen förvaltas så att de blir till största möjliga nytta för inkomstpensionssystemet. För Första–Fjärde AP-fondernas del innebär det att förvaltningen ska ta sin utgångspunkt i pensionssystemets åtagande. Fonderna ska inte ha näringspolitiska eller

ekonomisk-politiska mål. 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 riskminimeringsmål. Av det följer däremot ett krav på god riskspridning. Risk och avkastning ska tolkas i termer av utgående pensioner. Rollen som förvaltare av allmänna pensionsmedel ställer krav på att fonderna uppbär allmänhetens förtroende, varför hänsyn ska tas i placeringsverksamheten till miljö och etik utan att avkall görs på det övergripande målet om hög avkastning.

Var och en av Första-Fjärde AP-fonderna ska, med de medel fonden förvaltar, svara för kostnaderna för sin verksamhet och för revision och utvärdering av fondförvaltningen.

Det ska finnas en styrelse för var och en av Första-Fjärde AP fonderna. Varje styrelse ska bestå av nio ledamöter. Styrelsen ansvarar för fondens organisation och förvaltningen av fondens medel. Styrelsens ledamöter utses av regeringen på grundval av sin kompetens att främja fondförvaltningen. Regeringen utser också ordförande och vice ordförande. Styrelsen tar bl.a. beslut om strategi, utifrån det uppdrag och mål som definieras i lag och förarbeten. Styrelsens strategiska beslut innefattar bl.a. val av normalportfölj och riktlinjer för placeringsverksamheten.

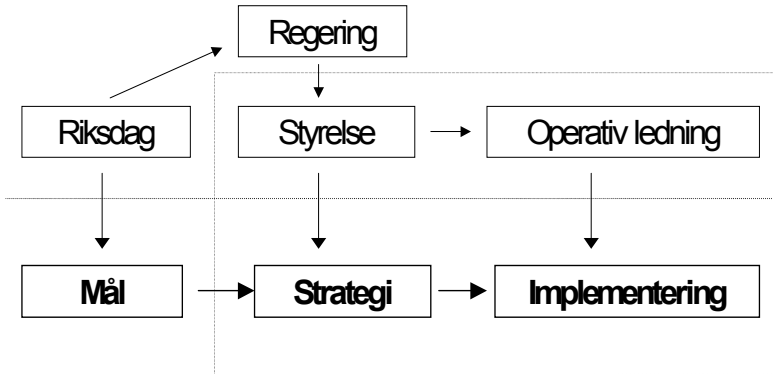
Var och en av Första-Fjärde AP-fonderna ska utforma en strategisk placeringsinriktning efter en analys av pensionssystemets åtagande. En central punkt i den strategi som styrelsen beslutar om är valet av referensportfölj (eller normalportfölj). För att fastställa vilken referensportfölj som ska användas utnyttjas s.k. ALM-analyser (tillgångs- och skuldanalys), där sambandet mellan fondens åtagande och olika portföljstrukturer studeras.

En annan del av den strategi som styrelsen ska besluta om är vilka riktlinjer som ska gälla när strategin genomförs. Enligt lag ska var och en av Första-Fjärde AP-fonderna årligen fastställa en verksamhetsplan, som ska innehålla riktlinjer för placeringsverksamheten och för utövande av rösträtt i enskilda företag, samt en riskhanteringsplan. Riskhanteringsplanen ska beskriva de huvudsakliga risker som är förenade med placeringsverksamheten och hur dessa risker hanteras. Det ska vidare finnas interna instruktioner för hantering av dessa risker. Riskhanteringsplanen och instruktionerna ska också enligt lag följas upp löpande av styrelsen.

Styrelsen måste också besluta om frågor som rör val av förvaltningsstruktur för genomförandet av strategin. I styrelsens uppdrag ingår att fastställa mål och mandat till den operativa ledningen när det gäller fördelningen av tillgångar mellan olika tillgångsslag och marknader, andelen tillgångar som ska förvaltas externt respektive internt samt i vilken utsträckning tillgångarna ska förvaltas aktivt respektive passivt. Själva implementeringen delegerar styrelsen i stor utsträckning till den operativa ledningen. Det yttersta ansvaret bär dock alltid styrelsen. Utifrån styrelsens riktlinjer beslutar den operativa ledningen närmare om hur genomförandet ska ske. En del av det arbetet utgörs av s.k. riskbudgetering, som syftar till att fastställa målsättning och mandat för den aktiva förvaltningen. Till skillnad från beslut om förvaltningsstruktur, som ofta är långsiktiga och strategiska, kräver risk-

budgeteringen löpande revideringar. Beslut kring riskbudgeteringen blir därför i första hand ett verktyg för den operativa ledningen. Skr. 2008/09:130

Figur 3.2 Schematisk beskrivning av kompetensfördelningen inom AP-fonderna



Buffertfondernas tillgångar ingår i beräkningen av det s.k. balanstalet och har därmed direkt betydelse för den automatiska balanseringen och frågan om denna ska aktiveras eller inte. AP-fondernas tillgångar utgör för närvarande knappt 10 procent, dvs. en förhållandevis liten andel, av pensionssystemets samlade tillgångar. Första–Fjärde AP-fondernas uppdrag kan beskrivas som att, så långt fondernas inflytande sträcker sig, undvika att den automatiska balanseringen aktiveras, men inte i en snävt kortsiktig mening (prop. 1999/2000:46 s. 79). Ett alltför lågt kortsiktigt risktagande kan medföra att den långsiktiga avkastningen blir sämre och att sannolikheten därmed ökar för att balanseringsmekanismen ska aktiveras på längre sikt. Detta missgynnar yngre generationer som möter en ökad risk för att deras pensioner ska påverkas negativt, medan äldre generationer gynnas av att balansering inte behöver ske. Ett alltför högt risktagande kan å andra sidan leda till en kortsiktigt negativ utveckling som drabbar äldre generationer oproportionerligt. I denna komplicerade avvägning mellan olika generationers intressen bör AP-fonderna sträva efter neutralitet. Fondernas roll som buffert motiverar också ett krav på nödvändig betalningsberedskap.

Den centrala frågeställningen för AP-fondernas tillgångsförvaltning blir hur deras åtagande gentemot pensionssystemet kan preciseras, samt om de olika målen som ställts upp enligt ovan är förenliga med varandra. I de fall det finns en målkonflikt måste en avvägning ske. Eftersom belastningen på pensionssystemet till följd av demografiska faktorer kan förutses vara störst under perioden 2010–2050, måste analysen av åtagandesidan sträcka sig tiotal år in i framtiden.

Enligt det nu gällande uppdraget ska Första–Fjärde AP-fonderna förvalta blandade portföljer bestående av marknadsnoterade och omsättningsbara värdepapper samt aktier eller andra andelar som inom ett år avses bli upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES). Minst 30 procent av det marknadsvärderade kapitalet ska placeras i räntebärande instrument med låg risk.

Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna får inneha sådana 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 bolagen. En fond får 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 aktier eller andra andelar i riskkapitalbolag, alternativt fordringsrätter, som inte är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES eller i fonder som huvudsakligen placeras i sådana instrument. Beträffande sådana riskkapitalbolag som nämnts ovan gäller en begränsning vid maximalt 30 procent av röstetalet. 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 3.3 Första–Fjärde AP-fondernas placeringsregler i sammandrag

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

Stora exponeringar	Högst tio procent av fondkapitalet får vara exponerat mot en enskild emittent eller grupp av emittenter med inbördes anknypning.
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

Den 1 juli 1996 inrättades en sjätte fondstyrelse med uppgift att placera fondkapitalet på den inhemska riskkapitalmarknaden med inriktning mot små och medelstora företag. I samband med reformen 2000 bytte sjätte fondstyrelsen namn till Sjätte AP-fonden. Fonden motiveras på samma sätt som Första–Fjärde AP-fonderna av behovet att förvalta inkomstpensionens buffertkapital på ett effektivt sätt. Sjätte AP-fonden ingick däremot inte i pensionsöverenskommelsen och har därför arbetat med väsentligen oförändrade förutsättningar sedan 1996. De tidigare gällande reglerna avseende sjätte fondstyrelsen har överförts i princip oförändrade till lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Dessa regler innebär bl.a. obegränsade möjligheter att investera i onoterade företag och börsnoterade 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 har brutits genom att fonden getts rätten 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.).

3.3.3 Sjunde AP-fondens roll i premiepensionssystemet

Medan övriga AP-fonder fullgör en buffertfunktion inom fördelnings-systemet, och därtill förväntas bidra till inkomstpensionens långsiktiga finansiering, är Sjunde AP-fonden en del av det fullt fonderade premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden, den tidigare sjunde fondstyrelsen, inrättades ursprungligen 1998 och inledde verksamhet under hösten 2000

när val av fonder för första gången ägde rum inom premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden var vid utgången av 2008 en av systemets 83 fondförvaltare.

Sjunde AP-fonden förvaltar Premiesparfonden och Premievalsfonden för de ändamål som framgår av bestämmelserna om premiepension i lagen (1998:674) om inkomstgrundad ålderspension. Förvaltningen ska ske uteslutande i pensionsspararnas intresse. Sjunde AP-fonden lyder under samma övergripande regelverk som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna. Kravet på låg risk gäller emellertid inte Sjunde AP-fondens förvaltning av Premievalsfonden, eftersom denna är fullt konkurrensutsatt. Hänsyn till miljö och etik ska tas i placeringsverksamheten, utan att avkall görs på det övergripande målet om hög avkastning.

Som framgått ska den totala risknivån i Premiesparfonden vara låg, varvid risk och avkastning ska tolkas i termer av utgående pensioner. Eftersom medlen i Premiesparfonden och Premievalsfonden förvaltas för individuella pensionssparares räkning, bärs risken av samma individer som erhåller den motsvarande avkastningen. Avvägningen mellan förväntad avkastning och risk kan därmed överlåtas till individen genom val av fond. När det gäller ickeväljarna, vars premiepensionsmedel förs till Premiesparfonden, måste Sjunde AP-fonden genomföra avvägningen mellan förväntad avkastning och risk i deras ställe.

Sjunde AP-fonden lyder dessutom under tillämpliga delar av lagen (2004:46) om investeringsfonder. Utöver den senare lagens bestämmelser om förvaltning av värdepappersfonder är Sjunde AP-fonden förhindrad att förvärva mer än fem procent av röstetalet i ett svenskt eller utländskt aktiebolag och är i normalfallet dessutom förhindrad att rösta för aktierna i svenska aktiebolag. För Sjunde AP-fonden finns inget krav på en minsta andel extern förvaltning.

Premiepensionsutredningen har i sitt betänkande Svårnavigerat? Premiepensionssparande på rätt kurs (SOU 2005:87) föreslagit att Premiesparfonden ska ges en generationsfondprofil, öppnas för aktiva val och att Premievalsfonden avvecklas. Utredningen föreslår även att kravet på låg risk ska ersättas av en aktsamhetsprincip, i likhet med vad som gäller på tjänstepensionsområdet och att Sjunde AP-fonden ska få rätt att rösta för fondens svenska aktier. Premiepensionsutredningens förslag har remissbehandlats och bereds för närvarande inom Regeringskansliet.

3.4 Buffertfondernas samlade resultat

Fondkapital och avkastning

Första–Fjärde AP-fonderna har nu bedrivit verksamhet med de nya placeringsreglerna som grund under sammanlagt åtta år. Den samlade buffertfonden omfattar Första–Fjärde AP-fonderna och Sjätte AP-fonden. Buffertfonderna har tidigare även omfattat två s.k. avvecklingsfonder som har förvaltat onoterade värdepapper som inte fördelats mellan Första–Fjärde AP-fonderna. Av de senare slutförde Första AP-fondens avvecklingsfond sitt uppdrag under 2007 och har därmed upphört. Den andra, Fjärde AP-fondens avvecklingsfond, kommer under 2009 att slutföra sitt uppdrag och kommer därefter att upphöra.

Det samlade fondkapitalet i buffertfonderna minskade med 191,4 miljarder kronor under 2008 till följd av ett negativt marknadsvärderat resultat på -194,7 miljarder kronor och ett fortsatt positivt nettoflöde av pensionsavgifter som uppgick till 3,3 miljarder kronor detta år (tabell 3.4). Överskottet av pensionsavgifter utöver pensionsbetalningar var 3,9 miljarder kronor, medan kostnaderna för ålderspensionssystemets administration uppgick till 0,6 miljarder kronor.

Tabell 3.4 Det summerade fondkapitalets utveckling 1960–2008 (mdkr)

	2008	2007	2000	1990	1980	1970	1960
Resultat	-194,7	36,6	28,1	54,1	10,4	2,0	0,0
Pensionsavgifter	203,1	190,4	144,3	77,7	22,2	6,1	0,5
Pensioner	-199,2	-185,6	-138,8	-77,4	-19,0	-1,2	
Överfört till statsbudgeten			-45,0				
Administration	-0,6	-0,8	-1,1	-0,5	-0,2	-0,1	
Tillfört kapital, netto	3,3	4,0	-40,6	0,9	3,0	4,8	0,5
Summa fondkapital	707,1	898,5	733,9	407,6	146,7	35,9	0,5

Källa: Försäkringskassan, AP-fondernas årsredovisningar.

Med ledning av detaljerade uppgifter om pensionsavgifter och pensionsbetalningar, inklusive tidpunkterna för dessa betalningsflöden, är det möjligt att beräkna buffertkapitalets samlade avkastning i form av en kapitalvägd avkastning (internränta). Mätt på detta sätt uppgick totalavkastningen 2008 till -21,6 procent (se tabell 3.5). Samtidigt uppgick inflationen under loppet av året till 0,9 procent, mätt med konsumentprisindex, varför buffertfondernas samlade reala avkastning blev -22,2 procent. Den reala avkastningen har däremot varit positiv tidigare år och några år dessutom mycket hög. Den genomsnittliga avkastningen uppgick till 3,3 procent per år under den senaste femårsperioden, vilket överstiger den genomsnittliga inflationen under samma tid med 1,9 procentenheter (tabell 3.5).

Tabell 3.5 Resultatsammanställning för summan av buffertfonder

	2008	2007	2006	2005	2004	2004–2008
Nettoflöde (mdkr)	3,3	4,0	6,3	9,2	5,6	
Utgående fondkapital	707,1	898,5	857,9	769,2	646,2	
Avkastning (procent per år)*	-21,6	4,2	10,7	17,4	10,9	3,3
Real avkastning (procent per år)	-22,2	0,7	9,0	16,4	10,6	1,9

*) Beräknad som kapitalvägd avkastning (internränta) med hänsyn tagen till flöden till och från den aggregerade buffertfonden, inklusive tidpunkten för dessa, under respektive år.

Källa: Pensionssystemets årsredovisning 2008.

Kostnader

Kostnaderna för buffertfondernas förvaltning har stigit sedan reformen 2001, vilket har samband med uppdelningen av fondkapitalet i fyra lika stora fonder, exklusive Sjätte AP-fonden som inte berördes av reformen, samt fondernas förändrade placeringsinriktning. Genom reformen gavs

var och en av Första–Fjärde AP-fonderna ett generellt uppdrag att sätta samman och förvalta diversifierade globala portföljer av finansiella instrument samt fastigheter och ett visst inslag av andra s.k. alternativa investeringar. De förutvarande första–tredje samt fjärde och femte fondstyrelserna hade i stället specialiserade uppdrag att förvalta huvudsakligen inhemska räntebärande instrument och fastigheter, respektive aktier.

I det reformerade pensionssystemet reducerar administrationskostnaderna utestående pensionsbehållningar, dock inte pensioner som har börjat utbetalas. Genom en förändring av Första–Fjärde AP-fondernas redovisningsprinciper 2005 minskade den andel av fondernas kostnader som belastar de försäkrades pensionsbehållningar (tabell 3.6). De förändrade redovisningsprinciperna innebär även att kostnaderna för Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning inte är jämförbara före och efter 2005 och inte heller jämförbara med de kostnader som Sjätte AP-fonden redovisar före 2008.

Tabell 3.6 Buffertfondernas administrationskostnader enligt pensionssystemets årsredovisning (miljoner kronor)

	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Första AP-fonden	180	164	153	145	244	190
Andra AP-fonden	159	133	129	123	330	234
Tredje AP-fonden	137	137	125	127	314	235
Fjärde AP-fonden	157	139	133	133	246	216
Sjätte AP-fonden	144	397	331	326	340	340
Avvecklingsfonderna	1	1	9	4	14	19
Totalt	778	971	880	858	1 488	1 234
Andel av fondkapital					0,24 %	0,23 %

Not. Sjätte AP-fonden har ändrade redovisningsprinciper fr.o.m. 2008.

Källa: Pensionssystemets årsredovisning 2008.

Första–Fjärde AP-fondernas förändrade redovisningsprinciper innebär att endast interna kostnader redovisas som rörelsekostnader fr.o.m. 2005. Externa förvaltningskostnader och depåkostnader benämns provisionskostnader och redovisas som en negativ post bland rörelsens intäkter. Dessutom görs sedan 2004 en uppdelning av dessa provisionskostnader i fasta avgifter respektive resultatberoende avgifter, varav endast de fasta avgifterna redovisas som en provisionskostnad. Resultatberoende avgifter utbetalas under förutsättning att förvaltningen överträffat uppställda mål och nettoredovisas i resultatet.

Under 2005 genomfördes dessutom en förändring av Första–Fjärde AP-fondernas redovisningsprinciper när det gäller avgifter till riskkapitalföretag eller fonder som huvudsakligen placerar i onoterade aktier (riskkapitalfonder). Förändringen innebär att sådana avgifter bokfördes som en fordran i balansräkningen och inte som en kostnad, under förutsättning att avtalen med dessa fonder innehåller en klausul som föreskriver att återbetalning av inbetalda förvaltningsavgifter ska föregå eventuell vinstdelning. Från och med 2008 redovisas dessa avgifter i stället som en del av tillgångens anskaffningsvärde. Detta förutsätter att vinstdelning kan bedömas vara sannolik i varje enskilt fall.

Från och med 2008 redovisar även Sjätte AP-fonden förvaltningskostnader för onoterade innehav på detta sätt. Skr. 2008/09:130

Tabell 3.7 Buffertfondernas interna och externa förvaltningskostnader (miljoner kronor)

	2008			2007		
	Interna	Externa	Totalt	Interna	Externa	Totalt
Första AP-fonden	180	139	319	164	153	317
Andra AP-fonden	159	171	330	133	168	301
Tredje AP-fonden	137	143	280	137	152	289
Fjärde AP-fonden	157	44	201	139	72	211
Sjätte AP-fonden	127	17	144	145	252	397
Avvecklingsfonderna	1	1	2	1	1	2
Summa	761	515	1 276	719	798	1 517
Andel av fondkapital			0,16 %			0,17 %

Källa: AP-fondernas årsredovisningar.

Sjätte AP-fonden har ändrade redovisningsprinciper fr.o.m. 2008.

Jämförelsen av buffertfondernas totala kostnader mellan 2007 och 2008 i tabell 3.7 försvåras av Sjätte AP-fondens ändrade redovisningsprincip. Om justering görs för 2007, så att förvaltningskostnaderna för onoterade innehav inte redovisas som en extern kostnad i Sjätte AP-fonden, uppgår de totala kostnaderna för 2007 till 1 298 miljoner kronor, dvs. 219 miljoner kronor mindre. En liten minskning av kostnaderna kan således noteras under 2008.

I pensionssystemets årsredovisning 2008 redovisas buffertfondernas samlade förvaltningskostnader, inklusive resultatberoende avgifter och transaktionskostnader (tabell 3.8). Redovisning av kostnader på detta sätt är emellertid mindre vanligt förekommande, vilket försvårar jämförelser med andra kapitalförvaltande institutioner. De samlade kostnaderna som andel av fondkapitalet förklaras till stor del av fondkapitalets utveckling, varför andelen ökade under 2008.

Tabell 3.8 Buffertfondernas samlade förvaltningskostnader (procent)

	2008	2007	2006	2005	2004
Andel av fondkapital	0,25	0,23	0,22	0,25	0,28

Källa: Pensionssystemets årsredovisning 2008.

4 AP-fondernas redovisade resultat

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

En slutsats av sammanställningen är att jämförbarheten kan förbättras med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper som verktyg och att genomlysningen av AP-fondernas verksamhet kan utvecklas ytterligare. Detta gäller Första-Fjärde och Sjätte AP-fonderna, eftersom Sjunde AP-fonden ska jämföras med övriga fonder i premiepensions-

systemet. Som bl.a. framgår av avsnitt 5.2.3 är öppenhet av central betydelse för fondernas trovärdighet. Skr. 2008/09:130

Från och med 2008 redovisar Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna förvaltningsavgifter för onoterade innehav, där återbetalning sker före vinstdelning och bedöms sannolik, som en del av anskaffningskostnaden. Detta avser vanligen förvaltningsavgifter till riskkapitalfonder. I årsredovisningen för 2007 särredovisade Första–Fjärde AP-fonderna, som då tillämpade en motsvarande redovisningsmetod, samtliga förvaltningsavgifter i not till balansräkningen samt i en tabell i förvaltningsberättelsen. Motsvarande information saknas i något fall i årsredovisningarna för 2008. AP-fondernas kostnader utgör en sådan uppgift där särskild tydlighet och öppenhet bör eftersträvas, vilket i detta fall också skulle främja jämförbarhet mellan fonderna.

Det finns vidare en skillnad mellan fonderna när det gäller värderingen av onoterade innehav per 31 december 2008. Den gängse värderingsprincipen innebär generellt att en full värdering av riskkapitalfondernas innehav inte är tillgänglig i tid för att AP-fonderna ska hinna avlämna årsredovisning. Denna problematik har AP-fonderna löst på olika sätt, bl.a. till följd av att de haft olika tillgång till aktuell information. Det hade varit önskvärt att fonderna tillämpat samma värderingsprincip. Mot bakgrund av att både lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden är mindre tydliga på detta område ökar behovet av samordning mellan fonderna. Berörda AP-fonder bör därför, i samråd med revisorerna, fortsätta arbetet med de gemensamma redovisningsprinciperna så att utestående frågor om årsredovisningarnas innehåll kan lösas på ett tillfredsställande sätt.

4.1 Första–Fjärde AP-fonderna

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

4.1.1 Första AP-fondens resultat

Första AP-fondens resultat uppgick till -48 047 miljoner kronor 2008 (9 667 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på -21,9 procent (4,6 procent föregående år). Tillsammans med överföringar från Försäkringskassan respektive avvecklingsfonden på totalt 883 miljoner kronor minskade kapitalet under året till 171 627 miljoner kronor (218 791 miljoner kronor föregående år).

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick till 319 miljoner kronor (317 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,16 procent av genomsnittligt fondkapital under året (0,15 procent). Till detta kommer utgifter på sammanlagt 136 miljoner kronor (52 miljoner kronor) som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som en kostnad. Av dessa avser 85 miljoner kronor (28 miljoner kronor föregående år) resultatbaserade avgifter till externa förvaltare som har överträffat uppställda mål. I fondens personalkostnader för 2008 ingår rörlig ersättning på motsvarande 1,6 miljoner kronor. Ledningsgruppen, exkl. VD som inte omfattas av det prestationsbaserade systemet, avstod från rörlig lön och för övriga anställda som uppfyllde målen för ersättning halverades denna till maximalt en månadslön då fonden visade ett negativt resultat för året.

Tabell 4.1 Första AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)

	2008	2007	2004–2008
Svenska aktier	-40,0	-3,8	4,2
Utländska aktier	-39,9	3,8	-1,9
Aktier tillväxtmarknad	-41,5	30,6	10,1
Obligationer	8,3	4,2	4,9
Summa likvid portfölj	-22,4	4,4	2,9
Jämförelseindex	-21,7	4,0	2,6
Aktiv avkastning före kostnader	-0,7	0,4	0,3
Alternativa investeringar	-3,5	18,6	21,5
Total avkastning efter kostnader	-21,9	4,6	3,2

Not. Avkastning för delportföljer avser avkastning före kostnader, medan total avkastning är beräknad efter kostnader. Utländska aktier och räntebärande tillgångar avser valutasäkrad avkastning.

Som framgår av tabell 4.1 var aktieavkastningen i samtliga regioner kraftigt negativ 2008. Avkastningen för riskkapitalfonder, som ingår i alternativa investeringar², uppgick under året till -5,2 procent, men Första AP-fonden kommenterar särskilt att ytterligare nedskrivning av innehaven kan komma under början av 2009 på grund av den eftersläpande värderingen av dessa innehav. Ränte- och valutaförvaltning var de segment som uppvisade positiv avkastning 2008. Det var också den interna ränteförvaltningen samt valuta och treasury som, tillsammans med den externa förvaltningen, uppvisade positiv aktiv avkastning under året. Ingen av dessa uppnådde dock målet på 0,5 procentenheter över jämförelseindex. Avkastningen i den interna aktieförvaltningen understeg jämförelseindex med 1,3 procentenheter, vilket fonden hänför till den turbulenta perioden september till november.

Första AP-fonden har under åren haft fokus på aktiv förvaltning, en strategi som fonden nu har omprövat. Under den senaste femårsperioden har den interna aktiva förvaltningen bidragit med 0,3 procentenheter per år till fondens totala avkastning. Vid utgången av 2008 förvaltades 60 procent av fondkapitalet internt och aktivt (64 procent föregående år). Den totala andelen aktivt eller semiaktivt förvaltad kapital uppgick vid årets utgång till 97 procent (98 procent föregående år).

² Tillgångar som inte är marknadsnoterade eller har en omsättning med låg likviditet.

Första AP-fondens styrelse har definierat fondens övergripande mål med utgångspunkt i effekten på framtida pensionsutbetalningar. Målet för Första AP-fonden är att förvalta kapitalet så att det bidrar till att minimera risken för automatisk balansering. Inom ramen för detta är målet för verksamheten att uppnå en totalavkastning efter kostnader på 5,5 procent per år, mätt över en rullande femårsperiod. I samband med fondens omläggning av förvaltningsmodell (se nedan om omorganisation) i februari 2009 togs målen för aktiv avkastning och riskjusterad avkastning bort. Styrelsens mål för den aktiva förvaltningen var tidigare att överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter, såväl på årsbasis som över rullande femårsperiod.

Fondens totala avkastning efter kostnader för perioden 2004–2008 uppgick till i genomsnitt 3,2 procent per år, vilket understeg målet. Inte heller när det gäller den aktiva avkastningen uppnådde Första AP-fonden för 2008 sitt dåvarande mål. För det senaste året uppgick den aktiva avkastningen till -0,7 procentenheter och för den senaste femårsperioden till i genomsnitt 0,3 procentenheter per år (tabell 4.1).

Tabell 4.2 Första AP-fondens portfölj (mdkr resp. procent)

	2008		2007	
	mdkr	%	mdkr	%
Svenska aktier	18,0	10,5	27,8	12,7
Utländska aktier	61,0	35,5	84,8	38,8
Tillväxtmarknadsaktier	10,6	6,2	13,6	6,2
Svenska obligationer	22,8	13,3	19,1	8,7
Utländska obligationer	26,2	15,3	44,6	20,4
Realränteobligationer	18,1	10,6	21,0	9,6
Kassa/valuta	5,6	3,3	1,4	0,6
Alternativa placeringar	9,4	5,5	6,4	3,0
Fondkapital	171,6	100	218,8	100

Styrelsen för Första AP-fonden fastställer, baserat på den långsiktiga placeringsinriktningen, en s.k. referensportfölj innehållande investeringsstrategin på medellång sikt (2–10 år). Vid utgången av 2008 understeg andelen aktier den önskvärda långsiktiga nivån med 2,8 procentenheter. Därtill bör noteras att implementeringen av en ny referensportfölj – med en ännu högre andel aktier – avbröts under hösten. Kapitaltillskottet från pensionssystemet till Första AP-fonden under året investerades framför allt i aktier, i syfte att behålla fördelningen mellan aktier och obligationer.

Till alternativa placeringar räknas fastigheter, riskkapitalfonder och hedgefonder. Första AP-fonden har som målsättning att inom 6–8 år nå en exponering mot riskkapitalfonder som motsvarar 5 procent av det totala fondkapitalet. Vid årets utgång hade fonden investerat 2,3 miljarder kronor, vilket motsvarade 1,3 procent av fondkapitalet. Fondens totala åtagande gentemot riskkapitalfonder uppgick till 10,9 miljarder kronor. Ökningen i alternativa placeringar kommer framför allt av investeringar i AP Fastigheter i samband med bolagets förvärv av Vasakronan, efter vilket företaget ändrade namn till Vasakronan. Bolaget ägs gemensamt av Första–Fjärde AP-fonderna och motsvarande sin ägarandel på 25 procent tillsköt Första AP-fonden 2,2 miljarder kronor i

reverslån och 0,5 miljarder kronor i aktieägartillskott. Marknadsvärdet på fondens innehav i bolaget ökade under året till 6,9 miljarder kronor (5,0 miljarder kronor föregående år).

Under våren 2008 slutförde Första AP-fonden en översyn av den långsiktiga placeringsinriktningen och slutsatsen blev att fonden behöver öka andelen reala tillgångar, såsom fastigheter och aktier, i syfte att klara målet för långsiktig avkastning på 5,5 procent per år. Styrelsen beslutade därför att andelen aktier i fondens referensportfölj skulle öka successivt under året men implementeringen av strategin avbröts i september, till följd av marknadsturbulensen. Den övergripande strategin ligger dock fast och fonden uttalar ambitionen att även fortsättningsvis sträva efter en ökad andel av reala tillgångar.

Vidare har Första AP-fonden beslutat att genomföra en omorganisation, i syfte att öka fokus på den strategiska allokeringen, som medför väntade kostnadsbesparingar på den aktiva förvaltningen motsvarande ca 25 procent av de interna kostnaderna.

4.1.2 Andra AP-fondens resultat

Andra AP-fondens resultat 2008 uppgick till -55 058 miljoner kronor (8 718 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på -24,1 procent (4,0 procent föregående år). Tillsammans med överföringar från Försäkringskassan och avvecklingsfonden på totalt 884 miljoner kronor, minskade kapitalet under året till 173 338 miljoner kronor (227 512 miljoner kronor föregående år).

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick till 330 miljoner kronor 2008 (301 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,16 procent (0,13 procent föregående år) av genomsnittligt fondkapital under året. Till detta kommer utgifter på 183 miljoner kronor (130 miljoner kronor föregående år) som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som kostnad. Av dessa utgör 83 miljoner kronor (70 miljoner kronor föregående år) prestationsbaserade avgifter för extern förvaltning, vilka endast utbetalas under förutsättning att den externa förvaltaren uppnår en avkastning som överstiger en viss överenskommen nivå. Ingen rörlig ersättning till personalen har betalats ut för 2008 och inte heller någon kostnad för 2007 belastar årets resultatet.

Tabell 4.3 Andra AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)

	2008	2007	2004–2008
Svenska aktier	-42,0	-3,1	3,4
Utländska aktier	-29,5	8,3	4,0
Räntebärande instrument	16,6	2,5	6,2
Summa likvid portfölj	-25,4	3,7	
Jämförelseindex	-23,6	4,1	
Aktiv avkastning före kostnader	-1,8	-0,4	-0,5
Alternativa investeringar	-1,9	13,4	
Total avkastning efter kostnader	-24,1	4,0	3,3

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

Som framgår av tabell 4.3 beror Andra AP-fondens kraftigt negativa avkastning 2008 framför allt på avkastningen i fondens svenska och utländska aktieinnehav, vilka tillsammans utgjorde 57,6 procent av fondkapitalet vid årets utgång. Ränte- och valutaförvaltning däremot uppvisade positiv avkastning.

Vid utgången av 2008 förvaltades 22 procent av fondens tillgångar externt. Den externa förvaltningen bedrevs uteslutande aktivt medan den interna förvaltningen var aktiv eller semiaktiv, med undantag för en mindre andel passiv förvaltning av utländska aktier. Resultatet av den aktiva förvaltningen var inom samtliga segment negativ i förhållande till jämförelseindex och uppgick totalt till -1,8 procentenheter. Svenska aktier uppvisade störst avvikelse från jämförelseindex med -1,7 procentenheter. Andra AP-fonden nämner dock några enskilda positiva bidrag; tre externa mandat inom ramen för fondens taktiska allokering och den interna aktiva globala ränteförvaltningen (exkl. valutasäkring).

Andra AP-fonden har som främsta mål att över tiden minimera konsekvenserna av den automatiska balanseringen i pensionssystemet och har därför satt upp målet om en långsiktig real avkastning på 5 procent per år. I detta mål inkluderas målet att överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år, vilket innebär att målet för den strategiska portföljen är 4,5 procent per år. För att fånga långsiktigheten i verksamheten utvärderas det övergripande målet från det att fonden startade medan den aktiva förvaltningen utvärderas över en femårsperiod.

Från starten 2001 har fonden i genomsnitt genererat en avkastning på 1,7 procent per år, vilket motsvarar en real avkastning nära noll. Den genomsnittliga avkastningen för perioden understiger därmed betydligt fondens långsiktiga mål. Inte heller uppnådde Andra AP-fonden målet för den operativa förvaltningen under femårsperioden 2004–2008.

Tabell 4.4 Andra AP-fondens portfölj (mdkr resp. procent)

	2008		2007	
	mdkr	%	mdkr	%
Svenska aktier	30,8	17,8	45,0	19,8
Utländska aktier	68,9	39,8	89,6	39,4
Räntebärande instrument	57,3	33,0	80,6	35,4
Alternativa placeringar	16,3	9,4	12,3	5,4
Fondkapital	173,3	100,0	227,5	100

Anm. Avser exponering, dvs. inklusive positioner i derivat.

I alternativa placeringar ingår investeringar i fastigheter och riskkapitalfonder. I likhet med Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna äger Andra AP-fonden 25 procent av Vasakronan (tidigare AP Fastigheter). Till följd av AP Fastigheters förvärv av Vasakronan ökade värdet av innehavet med 1,9 miljarder kronor till 7,0 miljarder kronor. Därutöver har fonden ett innehav i Norrporten på 50 procent, tillsammans med Sjätte AP-fonden, värderat till 4,2 miljarder kronor vid utgången av 2008. Storleken på de onoterade fastighetsinnehaven anger Andra AP-fonden som orsak till att de alternativa placeringarna överstiger nivån i fondens långsiktigt strategiska portfölj.

Andra AP-fonden ingick under året sju nya investeringsåtaganden i riskkapitalfonder på sammanlagt 4,5 miljarder kronor och vid årsskiftet uppgick de totala åtagandena till 14,9 miljarder kronor, varav hittills 4,8 miljarder kronor (1,7 miljarder kronor under 2008) hade investerats. Andra AP-fonden uppger i årsredovisningen att marknadsvärdet av innehaven, som vid utgången av året var 5,2 miljarder kronor (inkl. valutahedge) väntas minska ytterligare under första kvartalet 2009 till följd av den fortsatta nedgången på aktiemarknaderna under fjärde kvartalet 2008 som ännu inte slagit igenom på marknadsvärderingen. Även placeringarna i riskkapitalfonder översteg vid årsskiftet nivån i den strategiska portföljen, som 2008 uppgick till 1 procent.

Mot bakgrund av det dåliga resultatet i den aktiva förvaltningen har Andra AP-fonden genomfört en omorganisation fr.o.m. 2009. Förändringen, som sänker kostnaderna för den interna förvaltningen med knappt 10 procent, innebär att andelen aktiv förvaltning minskar och koncentreras till ett färre antal områden. Andra AP-fonden anger att det är inom aktivt och internt förvaltade globala aktieportföljer som syftet är att sänka ambitionerna.

4.1.3 Tredje AP-fondens resultat

Tredje AP-fondens resultat 2008 uppgick till -44 757 miljoner kronor (10 680 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på -19,8 procent (5,0 procent föregående år). Tillsammans med överföringar från Försäkringskassan och avvecklingsfonden på totalt 884 miljoner kronor, minskade kapitalet under året till 181 024 miljoner kronor (224 897 miljoner kronor föregående år).

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick till 280 miljoner kronor (289 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,14 procent av genomsnittligt fondkapital under året (0,13 procent föregående år). Till detta kommer utgifter på sammanlagt 306 miljoner kronor (262 miljoner kronor föregående år) som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som kostnad. Av dessa utgör 126 miljoner kronor (153 miljoner kronor) prestationsbaserade avgifter för extern förvaltning, vilka endast utbetalas under förutsättning att den externa förvaltaren uppnår en avkastning som överstiger en viss överenskommen nivå. Full information om sådana förvaltningsavgifter som har adderats till tillgångarnas anskaffningsvärde återfinns inte i Tredje AP-fondens årsredovisning utan har inhämtats i särskild ordning. Kostnaden för rörlig ersättning till personalen avser i sin helhet prestationsbaserad ersättning för 2007, ingen rörlig ersättning har betalats ut för 2008. Under lön och arvoden ingår en gratifikation till VD på 541 000 kronor avseende verksamhetsåret 2007. VD har på eget initiativ valt att återbetala denna ersättning.

Tabell 4.5 Tredje AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)

	2008	2007	2004–2008
Aktier	-38,8		
Räntebärande värdepapper	5,2		
Summa likvid portfölj	-21,9	4,1	3,0
Jämförelseindex	-20,5	4,4	3,2
Aktiv avkastning före kostnader	-1,4	-0,3	-0,3
Fastigheter	2,0		
Onoterade aktier	8,0		
Nya strategier	-31,6		
Total avkastning efter kostnader	-19,8	5,0	3,8

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

Tredje AP-fonden redovisar fondens sammanlagda avkastning utifrån en komponentuppdelning. Fondens totala avkastning före kostnader (19,7 procent) delas upp i tre delar: normalportföljen (-16,3 procent), strategiska positioner (-2,0 procent) och aktiv förvaltning (-1,4 procent). I fondens normalportfölj bidrog valutaexponering och räntebärande värdepapper positivt men kunde inte väga upp den negativa avkastningen på framför allt marknadsnoterade aktier, som uppgick till -38,8 procent. Alternativa investeringar bidrog marginellt negativt under 2008 men har lämnat ett långsiktigt positivt bidrag till Tredje AP-fondens avkastning. Detta kan utläsas av att fondens totala avkastning efter kostnader under femårsperioden 2004–2008 översteg avkastningen på fondens likvida portfölj före kostnader (tabell 4.5).

Den operativa förvaltningen var i samtliga segment sämre än sitt jämförelseindex. Svagast resultat uppvisade aktieportföljen, där avkastningen understeg jämförelseindex med -0,8 procentenheter. Till skillnad från föregående år redovisar Tredje AP-fonden nu en negativ aktiv avkastning över den senaste femårsperioden.

Slutligen var effekten av strategiska positioner -2,0 procent. Strategiska positioner mäts i förhållande till den långsiktiga tillgångsallokeringen (*normalportföljen*) och tas i syfte att anpassa portföljen till förutsättningarna på de finansiella marknaderna på en placeringshorisont som motsvarar 1–3 år. Både den långsiktiga tillgångsallokeringen liksom de strategiska positionerna beslutas av styrelsen. De avvikelser som bidrog till det negativa resultatet 2008 var beslutet att förkorta den genomsnittliga durationen i ränteportföljen, att valutaexponeringen var lägre samt positioner mellan regioner och marknadssegment på aktiemarknaderna. För perioden 2001–2008 uppges dock att de strategiska besluten har bidragit med 5,0 miljarder kronor.

De av styrelsen fastställda, långsiktiga målen för Tredje AP-fonden är (i) att långsiktigt skapa en real avkastning om minst 4 procent per år, (ii) att den aktiva avkastningen ska överträffa referensindex med motsvarande 600 miljoner kronor per år och (iii) att den årliga genomsnittliga nominella avkastningen för alternativa investeringar ska uppgå till 15 procent för onoterade aktier, 10 procent för fastigheter och 12 procent för s.k. life science-aktier (börsnoterade forskningsbolag inom hälsoområdet). De tre sistnämnda utvärderas över en treårsperiod.

Fondens långsiktiga reala avkastning uppgick till 0,4 procent per år under åren 2001–2008 och låg därmed strax över inflationen men betydligt under fondens mål på 4 procent. Fram till hösten 2008 var fondens mål att den aktiva avkastningen skulle överträffa index med 0,6 procentenheter per år och detta utvärderades över en treårsperiod. Under perioden 2006 till tredje kvartalet 2008 understeg den aktiva avkastningen i snitt index med 0,7 procentenheter per år och således uppnåddes inte det målet. Det nya målet är att aktiv avkastning ska överträffa referensindex med motsvarande 600 miljoner kronor per år. Målet har fastställts som ett led i fondens nya strategi med separering av alfa- och betaförvaltning (se *förklaring nedan*). Här ingår att betaförvaltningen ska överträffa jämförelseindex med 0,05 procentenheter efter kostnader, vilket motsvarar cirka 100 miljoner kronor per år, och att alfaförvaltningen ska generera 500 miljoner kronor per år, vilket i förhållande till storleken på den likvida portföljen vid utgången av 2008 motsvarade en avkastning på 0,33 procent.

Tredje AP-fonden betonar att utvärderingen av alternativa investeringar försvaras av att denna investeringsverksamhet fortfarande är under uppbyggnad. För onoterade aktier, den portfölj som är mest väl etablerad, uppgick avkastningen till 19,2 procent per år under perioden 2006 till tredje kvartalet 2008, vilket väl överstiger målet. Varken för fastigheter eller life science lämnas uppgifter om utfallen under berörd treårsperiod. Utvärderingen av avkastningen för fastigheter presenteras för perioden 2005–2007, under vilken avkastningen uppgick till 32,8 procent per år.

Tabell 4.6 Tredje AP-fondens portfölj (mdkr resp. procent)

	2008		2007	
	mdkr	%	mdkr	%
Svenska aktier	17,9	9,9	24,0	10,7
Utländska aktier	66,0	36,5	93,5	41,6
Nominella räntebärande instrument	52,9	29,2	72,9	32,4
Reala räntebärande instrument	14,1	7,8	18,7	8,3
Alternativa placeringar	30,1	16,6	15,9	7,1
Fondkapital	181,0	100	224,9	100

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

Tredje AP-fonden utmärker sig bl.a. genom ett betydande innehav av alternativa placeringar, en strategi som fonden vidhållit under 2008. Investeringarna syftar enligt fonden dels till att bidra till riskdifferentiering, genom investeringar i fastigheter, skogsfastigheter, infrastrukturtillgångar, försäkringsrelaterade värdepapper och säkerställda banklån, dels till att höja avkastningen, genom investeringar i onoterade aktier (private equity), life science och jordbruksmark.

Investeringar i fastigheter bidrog med knappt 10 miljarder kronor av ökningen i alternativa placeringar under 2008. Den största delen av ökningen beror på att svenska bostadsobligationer på motsvarande 6,2 miljarder kronor för 2008 redovisas under fastigheter i syfte att spegla den strategiskt långsiktiga allokeringen mot detta tillgångsslag. Bostadsobligationerna kommer att avyttras i takt med att fysiska fastigheter förvärvas. Därtill ökade Tredje AP-fonden, i likhet med de

övriga ägarna Första, Andra och Fjärde AP-fonderna, sitt innehav i AP Fastigheter, i samband med bolagets förvärv av Vasakronan. Marknadsvärdet av innehavet ökade under året med 2,0 miljarder kronor till 7,0 miljarder kronor. Investeringar i skogsfastigheter och fastighetsfonder i Europa och Asien bidrog också med 1,6 miljarder kronor till ökningen. Vid utgången av året fanns investeringsåtagande på 1,5 miljarder kronor i fastighetsfonder, varav 0,8 miljarder kronor hade investerats och 3,2 miljarder kronor i skogsfastigheter (sker främst genom fonder), varav 1,7 miljarder kronor hade investerats.

Investeringsåtaganden i onoterade aktier uppgick vid årets utgång till 20,1 miljarder kronor, varav 11,8 miljarder kronor hade investerats (föregående år 16,4 resp. 9,0 miljarder kronor). Tredje AP-fonden tillämpar gängse värderingsprincip för värderingen av innehav i riskkapitalfonder, således baseras värdet på senaste kända kvartalsrapporter från riskkapitalfonderna, per 31 september 2008. Under året ingicks inga nya åtaganden avseende investeringar i infrastruktur, dessa ligger kvar på 1,5 miljarder kronor, men till följd av tidigare ingångna åtaganden ökade investeringarna med 0,3 miljarder kronor till 1,1 miljarder kronor. Tredje AP-fonden har på fråga angett att sex nya åtaganden att investera i riskkapitalfonder ingicks under 2008 på sammanlagt cirka 1,1 miljarder kronor. De totala åtagandena ökade dock med ytterligare cirka 2,6 miljarder kronor på grund av valutakursförändringar. Till följd av den relativt sett kraftigare nedgången av noterade aktier och valutaeffekter ökade andelen onoterade aktier³ under 2008 från 3,8 procent till 6,0 procent av fondens totala tillgångar. Placeringarna översteg vid årsskiftet därmed den lagstadgade gränsen med en procentenhet. Tredje AP-fonden betonar att jämförelsen försvåras av den eftersläpande värderingen av onoterade aktieinnehav och redovisar en känslighetsanalys avseende denna effekt.

Investeringar inom life science, försäkringsrelaterade värdepapper, säkerställda banklån och jordbruksmark ingår i portföljen *nya strategier*, som är under uppbyggnad. Marknadsvärdet uppgick vid årets utgång till 3,1 miljarder kronor.

Under 2008 slutförde Tredje AP-fonden processen med att renodla fondens förvaltning av likvida tillgångar, via en s.k. alfa- och betaseparering. Det innebär att förvaltningen delas upp i en del som avser marknadsexponering (beta) och en del som avser aktivt positionstagande (alfa). Avsikten är att specialisera förvaltningens olika uppgifter, med syfte att sänka förvaltningskostnaderna och öka den aktiva avkastningen. Fondens utvärderingshorisont för den nya förvaltningen är tre år.

4.1.4 Fjärde AP-fondens resultat

Fjärde AP-fondens resultat uppgick 2008 till -43 502 miljoner kronor (4 788 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på -21,0 procent (2,4 procent föregående år).

³ Andelen för år 2007 har rensats för investeringar i life science, då det framgår i not att noterade life science-aktier från 2008 ingår bland noterade aktier.

Tillsammans med överföringar från Försäkringskassan och avvecklingsfonden på totalt 883 miljoner kronor minskade kapitalet under året till 164 726 miljoner kronor (207 345 miljoner kronor föregående år).

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick för 2008 till 201 miljoner kronor (211 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,11 procent av genomsnittligt fondkapital under året (0,10 procent föregående år). Till detta kommer utgifter på sammanlagt 64 miljoner kronor som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som en kostnad (ett överskott på 9 miljoner kronor föregående år till följd av återbetalning av förvaltningsarvoden till riskkapitalfonder). Under året har inga resultatbaserade arvoden till externa förvaltare betalats (1 miljon kronor föregående år). Inte heller har någon rörlig ersättning för överavkastning i förvaltningen betalats ut till personalen. I personalkostnader ingår dock rörlig ersättning med 0,2 miljoner kronor avseende gratifikationer för särskilt förtjänstfulla insatser, fastställda av VD.

Tabell 4.7 Fjärde AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)

	2008	2007	2004-2008
Svenska aktier	-40,3	-1,6	
Utländska aktier	-39,4	2,1	
Räntebärande instrument	11,3	1,3	
Summa likvid portfölj	-22,3		
Jämförelseindex			
Aktiv avkastning före kostnader	-0,5	-1,2	-0,5
Total avkastning efter kostnader	-21,0	2,4	2,9

Not. Avkastning för delportföljer avser avkastning före kostnader, medan total avkastning är beräknad efter kostnader. Likvid portfölj innehåller även aktiv valutaförvaltning och aktiv taktisk allokering.

Den negativa totala avkastningen under året förklaras främst av en kraftigt negativ avkastning på svenska och utländska aktier, vilka vid utgången av året svarade för knappt 60 procent av fondkapitalet. Räntebärande instrument bidrog tillsammans med strategiska beslut positivt under 2008. Enligt fondens prognostiserade värdering av onoterade aktieinnehav vid årsskiftet uppvisade dessa en negativ avkastning på -33,8 procent för 2008. Fjärde AP-fonden har justerat värderingen av sina onoterade aktier där värderingen baseras på uppgifter per 31 september 2008 med motsvarande nedgång som jämförelseindex under fjärde kvartalet.

De aktivt förvaltade, likvida tillgångarna hade 2008 en negativ avkastning på -22,3 procent (tabell 4.7), vilket var 0,5 procentenheter sämre än jämförelseindex. Det största negativa bidraget stod svenska aktier för, portföljen understeg jämförelseindex med 1,3 procentenheter. Förvaltningen av globala aktier har genomgått omfattande organisationsförändringar under året och i avvaktan på att den nya strategin med aktiva, externa förvaltningsmandat finns på plats förvaltades vid årsskiftet 99 procent av den globala aktieportföljen i enlighet med index. All förvaltning lades under året temporärt ut på extern part, samtidigt som den interna, aktiva förvaltningen avslutades.

Att avkastningen för globala aktier understeg jämförelseindex med 0,4 procentenheter under 2008 berodde enligt fonden på omfattande kostnader för att ställa om från aktiv till passiv förvaltning.

Ränteförvaltningen uppvisade ett svagt resultat under det första halvåret, vilket ledde till att Fjärde AP-fonden initierade en särskild utvärdering av verksamheten. Resultatet blev att bemanningen förnyades och ansvarsfördelningen tydliggjordes med enklare uppföljning av risk och resultat. Fokus i förvaltningen riktades mot USA, Europa, Storbritannien och Sverige. Enligt fonden bidrog förändringarna till att begränsa den negativa avkastningen i förhållande till jämförelseindex, till -0,2 procentenheter.

Till den negativa aktiva avkastningen på placeringstillgångarna kan adderas passiv valutaförvaltning, passiv taktisk allokering och kassa som försämrade avkastningen med sammanlagt -0,6 procentenheter i förhållande till jämförelseindex. Denna förvaltning består i att upprätthålla av styrelsen fastställd tillgångsfördelning och valutaexponering. Fjärde AP-fonden kommenterar att marknadsoron under 2008 drev upp kostnaderna för denna, passiva förvaltning och fonden har därför, i ett försök att dämpa kostnaderna för valutaexponeringen, övergått till en ny rutin för rebalansering av den strategiska valutaförvaltningens jämförelseindex.

Fjärde AP-fondens mål är att skapa en real avkastning efter kostnader på 4,5 procent per år över en femårsperiod. För perioden 2004–2008 uppgick den reala avkastningen till i genomsnitt 1,1 procent per år efter kostnader, motsvarande 3,0 procent i nominell avkastning. I årsredovisningen framgår att Fjärde AP-fonden för 2008 har målet att uppnå en aktiv avkastning på 0,5 procentenheter per år. Till följd av ett minskat risktagande har fonden sänkt målet för 2009 till 0,4 procentenheter. Det framgår inte av årsredovisningen för vilken tidshorisont målet ska utvärderas (fem år enligt hemsidan) och uppgift om genomsnittlig årlig aktiv avkastning saknas i årsredovisningen. Den totala avkastningen före provisionskostnader understeg 2008 jämförelseindex med -1,1 procentenheter (-1,0 procentenheter föregående år). Enligt fondens strategi ska man bara förvalta tillgångar aktivt när det finns goda förutsättningar att nå en positiv aktiv avkastning.

Därtill uttalar Fjärde AP-fonden målet att den operativa förvaltningen ska uppnå en avkastning som, under en tvåårsperiod, överträffar den av styrelsen fastställda strategiska portföljen med en procentenhet.

Tabell 4.8 Fjärde AP-fondens portfölj (mdkr resp. procent)

Skr. 2008/09:130

	2008		2007	
	mdkr	%	mdkr	%
Svenska aktier	30,0	18,0	38,1	18,7
Utländska aktier	67,1	40,5	84,7	41,2
Räntebärande instrument	68,5	36,8	76,3	36,9
Alternativa investeringar	8,7	5,3	7,0	3,4
Övrigt	-9,5	-0,6	1,3	-0,2
Fondkapital	164,8	100	207,3	100

Not. Beloppen avser innehav medan procentuell fördelning avser exponering, inklusive derivat. Alternativa investeringar omfattar onoterade aktier och fastigheter. Övrigt avser aktiv taktisk allokering, implementering av strategisk portfölj samt övriga kostnader relaterade till avslutade förvaltningsmandat och värdepappersutlåning.

Fjärde AP-fonden har som uttalad strategi att lägga större resurser på allokeringsbeslut, dvs. fördelning mellan tillgångsslag. För detta ändamål arbetar man med tre tidsperspektiv i sin förvaltning, lång (40 år), medellång (3–5 år) och kort (6–12 mån) sikt och enligt fondens strategi ska fokus öka på investeringar på medellång sikt. I den strategiska portföljen, som speglar investeringsbesluten just på medellång sikt, var andelen aktier lägre, och räntebärande placeringar högre än den långsiktiga strategin vid utgången av 2008. I den faktiska portföljen hade däremot Fjärde AP-fonden en lägre andel statsobligationer, i utbyte mot en högre exponering mot obligationer med kreditrisk, än den valda placeringsstrategin på 3 till 5 års sikt. Beslutet speglade fondens tro på minskad riskpremie för obligationer med kreditrisk och tillsammans med en kortare duration, förväntan om stigande räntor på längre löptider.

Ökningen av alternativa tillgångar förklaras av investeringar i det tillsammans med Första–Tredje AP-fonderna gemensamägda fastighetsbolaget Vasakronan. Motsvarande sin ägarandel på 25 procent i f.d. AP Fastigheter tillsköt Fjärde AP-fonden 2,2 miljarder kronor i reverslån och 0,5 miljarder i aktieägartillskott i samband med bolagets förvärv av Vasakronan. Fondens fastighetsrelaterade investeringar uppgick vid årets utgång till 6,8 miljarder kronor (5,0 miljarder kronor föregående år), motsvarande 4,1 procent av fondens exponering. Värdet av onoterade aktier minskade marginellt till 1,9 miljarder kronor, vilket motsvarar 1,2 procent av fondens totala tillgångar. Därtill fanns vid årsskiftet investeringsåtaganden om ytterligare 2,2 miljarder kronor. Under 2008 ingick Fjärde AP-fonden två nya investeringsåtaganden i riskkapitalfonder om sammanlagt 0,6 miljarder kronor.

4.2 Sjätte AP-fonden

I enlighet med Sjätte AP-fondens särskilda uppdrag skiljer sig fondens förutsättningar från de som Första–Fjärde AP-fonderna har att anpassa sig till. En av dessa är att Sjätte AP-fonden är en sluten fond genom att inga nya medel tillförs från pensionssystemet. Kapitalet i Sjätte AP-fonden har i sin helhet genererats från de 10,4 miljarder kronor som tillskötts i samband med att dåvarande sjätte fondstyrelsen bildades den 1 juli 1996.

Liksom Första–Fjärde AP-fonderna värderar Sjätte AP-fonden innehav i onoterade värdepapper enligt gällande branschprinciper. Sjätte AP-fonden anger att samtliga uppgifter i årsredovisningen baseras på värdering per 31 december 2008. I det fall uppdaterad värdering saknas från fonder som investerar i onoterade företag har Sjätte AP-fonden justerat värdet för att återspegla fjärde kvartalets utveckling.

Sjätte AP-fonden redovisar fr.o.m. 2008 förvaltningskostnader till fonder som investerar i onoterade aktier som en andel av anskaffningsvärdet, under förutsättning att återbetalning bedöms vara sannolik. Därmed tillämpar fonden numer samma metod som Första–Fjärde AP-fonderna. Detta innebär att kostnaden inte längre syns i resultatredovisningen, jämförelseuppgifter med föregående år har ändrats i enlighet med den nya principen. Ändringen har gjorts på sådant sätt att ingen effekt på resultatet har uppstått.

Sjätte AP-fondens resultat

Sjätte AP-fondens resultat 2008 uppgick till -3 252 miljoner kronor (2 432 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på -16,6 procent (14,1 procent föregående år). Genom att fondkapitalet inte påverkas av några in- eller utflöden minskade fondkapitalet med årets resultat till 16 370 miljoner kronor (19 622 miljoner kronor föregående år).

Summan av interna kostnader och externa provisionskostnader uppgick för 2008 till 144 miljoner kronor (178 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarar 0,8 procent av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital (1,0 procent föregående år). Till detta kommer utgifter som, i enlighet med AP-fondernas gemensamma redovisningsprinciper, inte redovisas som kostnad. Under 2008 har inga prestationsbaserade ersättningar till externa förvaltare betalats (5 miljoner kronor föregående år). Förvaltningsavgift för onoterade innehav som ingår i tillgångarnas anskaffningsvärde framgår inte separat i årsredovisningen för 2008 (219 miljoner kronor föregående år). Resultatet har inte belastats av några kostnader för rörlig ersättning till de anställda, då utbetalning endast sker i det fall Sjätte AP-fonden för året uppfyller avkastningsmålet för hela verksamheten.

Sedan fonden bildades 1996 har fondkapitalet vuxit med 6 miljarder kronor, vilket motsvarar en genomsnittlig tillväxt på 3,8 procent per år. Efter justering för inflationen under perioden 1996–2008 har den reala avkastningen varit i genomsnitt 2,5 procent per år.

Styrelsen för Sjätte AP-fonden har fastställt mål för fonden, dels i förhållande till verksamheten i sin helhet, dels för investeringsverksamheten.

Fondens långsiktiga mål är en årlig avkastning på det samlade fondkapitalet som motsvarar riskfri ränta plus en riskpremie (4,5 procent). Målet ska inte utvärderas på en kortare tidsperiod än fem år. Den genomsnittliga avkastningen på fondkapitalet presenteras för perioden sedan Sjätte AP-fonden införde sin nuvarande affärsmodell och investeringsstrategi och uppgår för den perioden, dvs. 2003–2008, till 5,9 procent per år. Motsvarande reala avkastning för perioden var i

genomsnitt 4,5 procent per år. För hela fonden finns dessutom ett årligt internt avkastningskrav, som 2008 uppgick till 7,4 procent. Genom Sjätte AP-fondens negativa avkastning för 2008 på -16,6 procent uppfylldes inte årets interna avkastningskrav (motsvarande avkastningskrav föregående år var 9,0 procent, vilket fonden överträffade med 5,1 procentenheter).

För fondens investeringsverksamhet (se beskrivning nedan) finns också ett långsiktigt avkastningsmål och ett kortsiktigt internt avkastningskrav. Målet för perioden 2003–2008 uppgick till 10,6 procent per år och för 2008 var det interna avkastningskravet 9,0 procent. Avkastningen på fondens investeringsverksamhet uppgick under period 2003–2008 till 8,9 procent per år och nådde således inte upp till målet.

Tabell 4.9 Sjätte AP-fondens redovisade avkastning (procent per år)

	2008	2007	2003–2008
Total avkastning efter kostnader	-16,6	14,1	5,9
Avkastningskrav	7,4	9,0	
Differens	-24,0	5,1	

Not. Det långsiktiga avkastningsmålet anges som reporäntan plus riskpremie (4,5 procent).

Investeringsverksamheten

Vid utgången av 2008 uppgick Sjätte AP-fondens *investeringsverksamhet* (fondens kärnverksamhet med investeringar i små och medelstora företag) till 16 miljarder kronor, vilket motsvarar 98 procent av fondkapitalet. Därtill fanns utfästelser om ytterligare 5,7 miljarder kronor som ännu inte utbetalats (5,7 miljarder kronor föregående år).

Under året inrättades ett nytt affärsområde, *AP Regionala investeringar*, och Sjätte AP-fonden har nu sju affärsområden utöver likviditetshanteringen som *Internbanken* ansvarar för.

- AP Direktinvesteringar investerar direkt i väletablerade företag, inom varu- eller tjänstesektorn, där finansiella eller strukturella förändringar skapar förutsättningar för tillväxt och i sammanhang där det finns behov av en strategisk finansiell partner.
- AP Partnerinvesteringar investerar tillsammans med affärspartners i företag som behöver förnya sin affärsmodell för att växa.
- AP Konvertibeln erbjuder en möjlighet till långsiktig finansiering vid företagsförvärv, vilket bl.a. underlättar generationsväxling i svenska företag.
- AP Life Science investerar i bolag och riskkapitalfonder inom läkemedel, bioteknik och medicinsk teknik.
- AP Fondinvesteringar investerar i fonder och investmentbolag med inriktning mot små och medelstora noterade och onoterade bolag. Affärsområdet är i sin tur uppdelat i tre portföljer – Venture capital, Buyout och Noterade Småbolag.
- AP Nätverksinvesteringar erbjuder tillväxtkapital och kompetensstöd till företag som är mogna att lansera sina produkter eller tjänster på marknaden.

- AP Regionala investeringar har inrättats för att skilja mellan det relationsbyggande arbetet inom regionalt nätverk och de investeringar som har genomförts inom ramen för nätverksarbetet. Investeringar genomförs t.ex. i regionala investmentbolag i tidig fas och tillväxtfas samt i regionala bolag som påverkas av regionala utvecklingsstrategier.

Tabell 4.10 Sjätte AP-fondens avkastning och exponering (procent per år resp. Mkr)

	Avkastning före kostnader		Investerat kapital 2008	
	2008	2007	Mkr	%
AP Direktinvesteringar	-11,2	21,6	5 914	36,1
AP Partnerinvesteringar	0	24,8	2 310	14,1
AP Konvertibeln	10,1	9,4	178	1,1
AP Nätverksinvesteringar	-18,8	-	61	0,4
AP Regionala investeringar	-1,4	-	76	0,5
AP Life Science	-33,7	8,1	1 544	9,4
AP Fondinvesteringar	-21,4	12,1	5 904	36,1
Internbanken	-14,8	3,8	408	2,5
Centralt	-	-	-25	-0,2
Totalt	-16,6	14,1	16 370	100

Not. Total avkastning anges efter kostnader.

Sjätte AP-fonden lyfter i årsredovisningen fram den främsta förklaringen till årets negativa resultat på -3 252 miljoner kronor. Motsvarande +608 miljoner kronor utgörs av realiserat resultat från vinster vid avyttringar av bolag, räntor och utdelningar samt avdrag för förvaltningskostnader, medan -3 860 miljoner kronor utgörs av orealiserat resultat vid värdering av innehav. Sjätte AP-fonden bedömer att det finns goda möjligheter att återvinna dessa nedskrivningar innan investeringarna ska avyttras.

Vid årsskiftet återfanns merparten av Sjätte AP-fondens direktinvesteringar i fastighets- och finansbolag med de enskilt största investeringarna i Norrporten, Volvofinans Bank och Lindab International. Affärsområdet påverkades under 2008 kraftigt av nedgången på aktiemarknaden. Fonden förklarar att detta framför allt slog igenom på nedvärderingen av innehavet i Lindab, som bidrog med -769 miljoner kronor till affärsområdets totala resultat på -653 miljoner kronor (1 156 miljoner kronor föregående år).

Sjätte AP-fondens investeringar i fonder och investmentbolag (exkl. investeringar i fonder för noterade småbolag) utgör generellt långsiktiga åtaganden med en investeringshorisont på cirka tio år. Kapital som har utfästs till fonderna investeras vanligtvis under kommande tre till fem år i företag. Utöver de investeringar som redan gjorts i fonder hade Sjätte AP-fonden utestående åtaganden om 4,9 miljarder kronor vid utgången av 2008, vilket motsvarar 86 procent av Sjätte AP-fondens totala investeringsåtaganden. Drygt hälften av fondinvesteringarna utgörs av portföljen Buyout, som under flera år har uppvisat god avkastning och hög aktivitet. Den finansiella krisen och konjunkturavmattningen väntas dock leda till utmaningar och avkastningen i detta segment backade från 28,9 procent under 2007 till -15,5 procent under 2008. Näst störst bland fondinvesteringarna är portföljen noterade småbolag som under 2008 hade en avkastning på -36,5 procent, men Sjätte AP-fonden konstaterar

att portföljen som helhet ändå utvecklades bättre än småbolagssektorn på Stockholmsbörsen. För den minsta portföljen bland fondinvesteringarna, venture capital, var avkastningen 6,4 procent under 2008 (25,7 procent föregående år). Sjätte AP-fonden noterar att det i likhet med såddfinansiering i övriga Europa tar lång tid att realisera värden inom detta segment. På sikt tror fonden på en positiv värdeutveckling, men att en sådan troligen försenas av den rådande konjunkturavmattningen.

Sjätte AP-fonden uppger att intresset för AP-konvertibelns ökade under 2008 men mot bakgrund av konjunkturläget iaktogs försiktighet och endast en ny investering gjordes.

Life Science uppvisade det relativt sett svagaste resultatet för 2008. Sjätte AP-fonden konstaterar att det har tagit och kommer att ta lång tid att utveckla bolag inom life science, vilket kan orsaka svårigheter för investeringar i fonder där livslängden enligt avtal är begränsad. Det rådande konjunkturläget har också försvårat för bolag som är redo att säljas vidare från riskkapitalfonder till industriella köpare.

Inom Nätverksinvesteringar går Sjätte AP-fonden in som aktiv ägare tillsammans med lokala privata partners i bolag som omsätter upp till 20 miljoner kronor. Under 2008 ökade det investerade kapitalet från 26 miljoner kronor till 61 miljoner kronor.

Internbanken hanterar den likviditetsreserv som fonden håller för att genomföra ny- och tilläggsinvesteringar samt för att täcka andra kapitalbehov i befintliga företag. För detta ändamål får internbanken placera i aktier och räntebärande tillgångar. Därtill ansvarar enheten för att hantera finansiella risker. Under 2008 minskade likviditetsreserven med 2 139 miljoner kronor och internbanken redovisade en förlust på 201 miljoner kronor. I Sjätte AP-fondens egen utvärdering av verksamheten framgår att behovet av likvida medel har kunnat reduceras väsentligt mot bakgrund av satsningen på investeringar i fonder för noterade småbolag samt fokus på ägarplaner och likviditetsprognoser i investeringsverksamheten.

Sjätte AP-fondens utvärdering

Sjätte AP-fonden är ålagd att utvärdera styrelsens förvaltning av fondmedlen, med utgångspunkt i de mål som fonden fastställt för sin placeringsverksamhet. Utvärderingen som styrelsen genomför årligen publiceras på Sjätte AP-fondens hemsida. Baserat på utvärderingen för verksamheten 1996–2008 bedömer styrelsen att Sjätte AP-fondens uppdrag har fullgjorts och att lagstiftarens intentioner med fonden har uppfyllts.

I själva rapporten beskrivs uppdraget och framför allt investeringsverksamheten mer ingående, t.ex. att Sjätte AP-fonden vid utgången av 2008 investerat i totalt 342 bolag, varav 49 direktinvesteringar (417 resp. 42 bolag föregående år). Sjätte AP-fonden pekar i utvärderingen i allmänhet på fondens särdrag i relation till dels övriga riskkapitalfonder, dels Första–Fjärde AP-fonderna och i synnerhet på effekten av olika redovisningsprinciper i jämförelse med Första–Fjärde AP-fonderna när det gäller värdering av innehav i riskkapitalfonder och förvaltningskostnader till externa förvaltare.

I rapporten ges också en mer ingående redogörelse för avkastningen över tid, fördelat på olika segment. Som framgår i tabell 4.11 nedan förklaras större delen av den negativa avvikelsen från det långsiktiga målet för perioden av resultatet från investeringar i bolag som befinner sig i expansionsfasen. I rapporten framgår att styrelsen har beslutat att genomföra en särskild analys av fondens investeringar i detta segment.

Tabell 4.11 Sjätte AP-fondens långsiktiga avkastning inom Investeringsverksamheten 2003–2008 (procent per år)

	Avkastning	Mål	Differens
Noterade småbolag	3,1	8,7	-5,6
Fastighets-/Finansbolag	24,7	8,4	16,3
Produkter/Tjänster	15,8	10,4	5,4
Life Science	39,4	9,6	29,8
Mogna bolag totalt	20,0	10,0	10
Produkter/Tjänster	10,3	13,2	-2,9
Life Science	-9,1	12,8	-21,9
Teknologi	-6,9	13,9	-20,8
Tidiga faser totalt	-6,6	13,3	-19,9
Investeringsverksamheten	8,9	10,6	-1,7

4.3 Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden förvaltar Premiesparfonden och Premievals-fonden som är två fonder inom premiepensionssystemet. För pensionssparare som avstår från att välja någon annan fond förs motsvarande premiepensionsmedel till Premiesparfonden. Premievals-fonden utgör det statligt valbara alternativet i premiepensionssystemet.

Premiesparfonden

Eftersom ett stort antal pensionssparare avstått från att välja annan fond är Premiesparfonden med knappt 2,5 miljoner sparare den klart största fonden inom premiepensionssystemet. Vid utgången av 2008 uppgick det förvaltade kapitalet i Premiesparfonden till 62 651 miljoner kronor (87 414 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarade 27,2 procent av det samlade premiepensionskapitalet (28,4 procent föregående år). Fondförmögenheten minskade till följd av ett negativt resultat för 2008 på 31 279 miljoner kronor och utbetalning av pensioner och flytt av fondkapital på 3 504 miljoner kronor, vilket komparerades av tillflöde av kapital på 10 020 miljoner kronor. Avkastningen för året uppgick till -36,2 procent mätt enligt NAV-kursmodellen (se närmare förklaring nedan).

För Premiesparfonden har Sjunde AP-fondens styrelse fastställt målet att fondens avkastning efter kostnader ska motsvara minst genomsnittet för samtliga fonder som deltar i premiepensionssystemet under löpande femårsperioder, men med lägre marknadsrisk (avkastningens standardavvikelse ska vara lägre). På den grunden har styrelsen beslutat om fondens strategiska placeringsinriktning. För den operativa förvaltningen av fonden gäller dessutom målet att avkastningen ska

överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år före förvaltningsavgifter till Sjunde AP-fonden.

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

Tabell 4.12 Sjunde AP-fondens avkastning efter kostnader (NAV-kurser, procent per år)

	2008	2007	2006	2005	2004	Genomsnitt
Premiesparfonden	-36,2	4,7	10,5	25,1	10,1	0,3
PPM-index	-34,5	5,8	13,0	32,3	8,8	2,4
Differens	-1,7	-1,1	-2,5	-7,2	1,3	-2,1
Premievals-fonden	-42,8	7,7	11,7	27,7	9,6	-0,7
PPM-index	-34,5	5,8	13,0	32,3	8,8	2,4
Differens	-8,3	1,9	-1,3	-4,6	0,8	-3,1

Premiesparfondens avkastning under femårsperioden 2004–2008 understeg genomsnittet av valbara fonder i premiepensionssystemet (PPM-index) och fonden nådde således inte upp till målet om en totalavkastning som minst motsvarar jämförelseindex. Skillnaden var -2,1 procentenheter per år (tabell 4.12). Den främsta förklaringen till Premiesparfondens lägre avkastning än jämförelseindex under 2008 låg i att Premiesparfonden hade en högre aktieandel än genomsnittet av fonder. Risk, mätt med standardavvikelse, var under 2008 också högre i Premiesparfonden än risken i PPM-index men för den senaste femårsperioden understeg risken i Premiesparfonden den för PPM-index. Därmed uppfylldes styrelsens mål om lägre risk över en femårsperiod.

Tabell 4.13 Sjunde AP-fondens avkastning före kostnader (stängningskurser, procent per år)

	2008	2007	2006	2005	2004	Genomsnitt
Premiesparfonden	-35,0	5,3	10,8	25,5	10,8	1,1
Jämförelseindex	-31,0	5,4	10,8	24,8	11,2	2,3
Differens	-4,0	-0,1	0	0,7	-0,4	-1,2
Premievals-fonden	-42,4	8,4	12,0	28,2	10,5	-0,2
Jämförelseindex	-36,6	8,1	11,9	27,2	11,7	1,7
Differens	-5,8	0,3	0,1	1,0	-1,2	-1,9

Med undantag för 2005 har avkastningen för Premiesparfonden inte räckt för att uppnå styrelsens operativa mål, enligt vilket avkastningen ska överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år före kostnader. Avvikelsen var särskilt stor 2008, vilket medfört att avkastningen understiger jämförelseindex med 1,2 procentenheter per år under femårsperioden 2004–2008 (tabell 4.13).

Vid utgången av 2008 uppgick det förvaltade kapitalet i Premievalsfonden till 1 692 miljoner kronor (2 638 miljoner kronor föregående år), vilket motsvarade 0,7 procent av det samlade premiepensionskapitalet (0,9 procent föregående år). Premievalsfonden var systemets tjugotredje största fond (sextonde största föregående år). Fondförmögenheten minskade under 2008 till följd av ett negativt resultat på 1 138 miljoner kronor, vilket marginellt kompenserades av att inflödet av kapital översteg utflödet med 192 miljoner kronor. Premievalsfondens avkastning uppgick till -42,8 procent under året, mätt enligt NAV-kursmodellen.

För Premievalsfonden gäller målet att fondens avkastning efter kostnader ska överträffa genomsnittet av alla valda fonder med 0,35 procentenheter per år under en femårsperiod (t.o.m. 2003 gällde målet att Premievalsfonden skulle tillhöra den bästa fjärdedelen av alla valbara fonder). För Premievalsfonden gäller samma operativa mål som för Premiesparfonden, dvs. att avkastningen ska överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år före förvaltningsavgifter till Sjunde AP-fonden.

Avkastningen för Premievalsfonden uppgick under den senaste femårsperioden till i genomsnitt -0,7 procent per år efter kostnader, vilket understeg PPM-index med 3,1 procentenheter (tabell 4.12). Även här förklaras avvikelser av en högre andel aktier i fonden än i genomsnittet av fonder i premiepensionssystemet. Premievalsfonden uppnådde därmed inte det sedan 2004 gällande målet att avkastningen ska överträffa PPM-index med 0,35 procentenheter per år. Inte heller nådde Premievalsfonden sitt operativa mål enligt vilket avkastningen ska överträffa jämförelseindex med 0,5 procentenheter per år före kostnader. Avvikelsen var särskilt stor 2008, vilket medfört att avkastningen understiger jämförelseindex med 1,9 procentenheter per år under femårsperioden 2004–2008 (tabell 4.13).

Sjunde AP-fondens förvaltning

Sedan 2005 arbetar Sjunde AP-fonden med en förvaltningsmodell som innebär en tydlig uppdelning av aktiv och passiv förvaltning i form av separerad alfa- och betaförvaltning. Enligt denna modell förvaltas kapitalet passivt till lägsta möjliga kostnad, medan eventuell aktiv förvaltning får karaktären av ett absolutavkastande uppdrag (alfauppdrag) som komplement till den passiva förvaltningen (betauppdraget). Vid utgången av 2008 förvaltades två tredjedelar av den svenska aktieportföljen och en fjärdedel av den europeiska aktieportföljen på detta sätt, en minskning av den senare andelen med 50 procent sedan föregående år.

4.4 Avvecklingsfonderna

Avvecklingsfonderna inrättades 2001 för att förvalta de onoterade värdepapper i vilka Första–Fjärde AP-fonderna inte fick placera enligt de

nya placeringsregler som då trädde i kraft. Förvaltningen bedrevs avskilt från övriga tillgångar inom Första respektive Fjärde AP-fonden. Förvaltningen syftade till att avveckla innehaven så snart det kunde ske utan att placeringarnas värde försämrades. Inflytande medel fördelades mellan Första–Fjärde AP-fonderna i lika delar.

I Första AP-fondens avvecklingsfond förvaltades fordringsrätter som inte utgivits för allmän omsättning. Under 2007 utskiftades kvarvarande medel och uppdraget för Första AP-fondens avvecklingsfond slutfördes därmed. Sedan starten 2001 fram till 2007 överförde Första AP-fondens avvecklingsfond drygt 25 miljarder kronor till Första–Fjärde AP fonderna.

Fjärde AP-fonden, Särskilda förvaltningen, förvaltar onoterade aktier och liknande värdepapper som Första–Fjärde AP-fonderna inte får inneha enligt nuvarande regler. Vid halvårsskiftet 2008 uppgick de resterande tillgångarna i Särskilda förvaltningen till 263 miljoner kronor och ledningarna för Första–Fjärde AP-fonderna beslutade därför gemensamt att Särskilda förvaltningen skulle avvecklas genom att återstående tillgångar och skulder, exklusive en kassa för täckande av avvecklingskostnader, skulle auktioneras till högstbjudande av fonderna. Före auktionen utskiftades merparten (30 miljoner kronor) av de likvida medlen. Auktionen genomfördes i november 2008 och Fjärde AP-fonden inkom med det högsta budet, 126 miljoner kronor. Budet understeg det bokförda värdet av tillgångarna vilket innebär att Särskilda förvaltningen uppvisar ett resultat på -93 miljoner kronor för 2008 (86 miljoner kronor föregående år). I samband med att förvaltningens omkostnader regleras i början av 2009 ska resterande kassa, som vid årsskiftet uppgick till 2 miljoner kronor, distribueras till Första–Fjärde AP-fonderna. Därefter är uppdraget att avveckla Särskilda förvaltningen slutfört.

Under 2008 överfördes 210 miljoner kronor till Första–Fjärde AP-fonderna (270 miljoner kronor föregående år). Sedan starten 2001 har Fjärde AP-fonden, Särskilda förvaltningen, överfört totalt 2 413 miljoner kronor till Första–Fjärde AP-fonderna, vilket överstiger portföljens ursprungliga bedömda marknadsvärde med cirka 26 procent. Den genomsnittliga avkastningen sedan starten uppskattas till cirka 5 procent per år.

5 Utvärdering av AP-fondernas verksamhet

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

- mål och andra beslut av strategisk vikt som har fattats av respektive fondstyrelse,
- fondernas operativa förvaltning som den kan mätas genom fondernas avkastning i förhållande till uppställda mål, och
- övriga förvaltningsfrågor, denna gång AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik, övriga förtroendeskapande åtgärder samt AP-fondernas kostnader.

Det har ännu inte fastställts hur lång period som ska tillämpas vid utvärdering av styrelsernas strategiska beslut. Därför utnyttjas hela perioden under vilken nuvarande placeringsregler har varit i praktiskt bruk, dvs. fr.o.m. 2001 för Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna respektive 1997 för Sjätte AP-fonden. Behovet av en lång horisont motiveras av AP-fondernas långsiktiga uppdrag. Horisonten för utvärdering bör emellertid vara kortare än fondernas egentliga placeringshorisont, eftersom en utvärdering annars riskerar att bli meningslös (i efterhand är det för sent att vidta korrigerande åtgärder). Det är däremot en väl etablerad norm att fondernas avkastning i förhållande till styrelsernas instruktioner och mål, dvs. fondernas operativa förvaltning, ska utvärderas över rullande femårsperioder, denna gång 2004–2008.

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

Detta år sker en separat granskning av AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik, på grundval av ett betänkande som lämnats av Kommittén om AP-fondernas etik- och miljöansvar. Betänkandet Etiken, miljön och pensionerna (SOU 2008:107) har remissbehandlats. Kommittén tillsattes som svar på en begäran från finansutskottet om att AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik borde utvärderas i särskild ordning.

Till grund för regeringens utvärdering av AP-fondernas förvaltningsverksamhet ligger ett underlag från McKinsey (*bilaga 8*). McKinsey har, med utnyttjande av Regeringskansliets ramavtal, fått detta uppdrag för 2009 och 2010 med möjlighet till ett års förlängning. McKinsey, i sin tur, har utnyttjat KPMG för den del av uppdraget som avser granskning av AP-fondernas redovisade avkastning och val av jämförelseindex. KPMG noterar bl.a. att det finns skillnader mellan AP-fonderna, t.ex. när det gäller val av jämförelseindex för onoterade tillgångar och intern fördelning av vissa förvaltningsresultat, men att skillnaderna ryms inom begreppet god praxis. Underlaget från KPMG återfinns i *bilaga 9*.

Utvärderingen av styrelsernas strategiska beslut baseras på fondernas totala avkastning i ett långsiktigt perspektiv. Vid utvärderingen av fondernas operativa förvaltning exkluderas onoterade tillgångar, såsom fastigheter och onoterade aktier, som inte kan marknadsvärderas fortlöpande och inte heller omsätts på en marknad för att ge uttryck för taktiska marknadsbedömningar på det sätt som normalt sker i samband med aktiv förvaltning. Eftersom avkastningen i det senare fallet

exkluderar onoterade tillgångar, har det inte varit möjligt att fördela kostnaderna på ett rättvisande sätt, varför utvärderingen av fondernas operativa förvaltning baseras på en avkastning beräknad före förvaltningskostnader.

Sjätte AP-fonden är inriktad mot förvaltning av aktier i små och medelstora bolag och har betydande innehav av onoterade aktier. Denna förvaltning utvärderas i enlighet med branschens riktlinjer (se faktaruta i anslutning till avsnitt 5.3). Sjunde AP-fondens förvaltning utvärderas på grundval av fondkurser (net asset value) eller motsvarande, vilka inkluderar samtliga tillgångsslag. Sjätte och Sjunde AP-fondernas avkastning är i vissa fall beräknad efter kostnader.

5.1 AP-fonderna i pensionssystemet

Regeringens bedömning: Buffertfondernas ackumulerade bidrag till pensionssystemets finansiering sedan 2001 är nu negativt, vilket framför allt beror på aktiemarknadernas utveckling i kombination med AP-fondernas valda portföljstrategier. Resultatet är otillfredsställande men inte oförklarligt. Genom två stora tillbakagångar inom loppet av åtta år är den långsiktiga avkastningen på aktier negativ. Påfrestningar i den storleksordningen kan inte förväntas gå spårlöst förbi, vare sig för långsiktiga investerare som AP-fonderna eller för pensionssystemet.

Kapitalet i premiepensionssystemet har utvecklats ännu sämre genom en högre andel aktier, vilket är ett resultat av aktiva val av fonder och Sjunde AP-fondens beslut att spegla dessa val. Den genomsnittliga förräntningen av premiepensionsskapitalet, inklusive Sjunde AP-fonden, ligger därmed långt under långsiktiga förväntningar och mål.

Regeringens skrivelse för perioden t.o.m. 2007: Förvaltningen av inkomstpensionssystemets samlade buffertkapital har bedrivits till nytta för pensionssystemet, eftersom avkastningen hittills har överstigit uppräknningen av inkomstindex och därmed bidragit till pensionssystemets finansiering. Vid minst två tillfällen har buffertkapitalets avkastning dessutom bidragit till att kortsiktigt upprätthålla pensionssystemets finansiella stabilitet.

Den avkastning som genomsnittliga pensionssparare har kunnat tillgodogöra sig i både premiepensionssystemet och Sjunde AP-fonden har också överträffat inkomstindex och har därmed kompletterat inkomstpensionen väl.

McKinsey: Sedan 2001 har buffertfondernas kapital växt med 165 miljarder kronor. Fondernas avkastning efter kostnader har bidragit med 86 miljarder kronor, vilket motsvarar en genomsnittlig avkastning på 1,9 procent per år. Buffertfondernas långsiktiga avkastning har i hög grad påverkats av 2008 då fondernas totala avkastning var -194 miljarder kronor eller -21,6 procent.

Buffertfondernas utveckling under 2008 är den huvudsakliga förklaringen till att inkomstpensionssystemet inte balanserar, dvs. balanstalet understiger 1,0. Detta skulle emellertid ha inträffat även om buffertfonderna hade uppvisat ett nollresultat för 2008. Utan

buffertfondernas historiska avkastning skulle den automatiska balanseringen ha aktiverats vid flera tillfällen sedan 2001.

Vid utgången av 2008 var 52 procent av buffertfondernas kapital investerat i noterade aktier, vilket väl avspeglar fondernas fördelning av placeringstillgångar under hela perioden 2001–2008. Buffertfondernas långsiktiga avkastning har i hög grad påverkats av den svaga utvecklingen på aktiemarknaderna i Sverige och utomlands. Från ett historiskt perspektiv har perioden 2001–2008 varit unikt dålig för placeringar i noterade aktier med två stora börsfall 2001–2002 och 2008. Även om en direkt jämförelse av avkastning är svår, givet bl.a. olika uppdrag, placeringsregler och valutaeffekter, visar en jämförelse med ett urval av internationella pensionsfonder att buffertfondernas utveckling 2008 och 2004–2008 varit i linje med dessa.

Premiesparfonden och Premievals-fonden, som förvaltas av Sjunde AP-fonden, har 2001–2008 genererat en genomsnittlig avkastning på -2,9 respektive -4,4 procent per år. Därmed har Sjunde AP-fonden som enda fond bland AP-fonderna haft en negativ avkastning sedan 2001, vilket framför allt beror på en högre andel noterade aktier. Detta har Sjunde AP-fonden gemensamt med genomsnittet av övriga fonder i premiepensionssystemet.

Skälen för regeringens bedömning: Inkomstpensionssystemets samlade buffertkapital uppgick till 707,1 miljarder kronor vid utgången av 2008 (summan av Första–Fjärde och Sjätte AP-fonderna). Den ackumulerade avkastningen sedan halvårsskiftet 2001 uppgick till 86 miljarder kronor eller 1,9 procent per år, strax över inflationen som uppgick till 1,5 procent per år. Avkastningen understeg riskfria räntan under samma tid, vilket indikerar att buffertfonderna som helhet inte har fått någon utdelning på tagna risker sedan 2001. Aktieplaceringar har i allmänhet gett en negativ avkastning (avsnitt 2.2).

Buffertfondernas avkastning jämförd med inkomstindex är ett mått på deras bidrag till inkomstpensionssystemets finansiering. Eftersom inkomstindex har ökat med 3,2 procent per år 2001–2008, dvs. mer än buffertfondernas avkastning, är buffertfondernas långsiktiga bidrag negativt. Om fondernas avkastning beräknas fr.o.m. ingången av 2001 blir differensen i avkastning -1,6 procentenheter per år, jämfört med inkomstindex, vilket motsvarar ett ackumulerat bidrag till pensionssystemets finansiering med -103,8 miljarder kronor t.o.m. 2008, jämfört med om fondkapitalet varje år i stället hade förräntats med inkomstindex (tabell 5.1).

Buffertfondernas samlade bidrag till pensionssystemets finansiering var negativt under de första fyra åren efter reformen, under en period när pensionssystemet likväl uppvisade överskott. Under de närmast följande åren 2005–2007 var buffertfondernas bidrag positivt, med belopp som motsvarade eller översteg pensionssystemets överskott. Det innebär i sin tur att buffertfondernas avkastning bidrog verksamt till att den automatiska balanseringen inte behövde aktiveras under denna tid.

Resultatförsämringen 2008 var så kraftfull att buffertfondernas ackumulerade överskott i förhållande till inkomstindex vändes till ett underskott. Resultatförsämringen blir än mer markerad om man beaktar att inkomstindex samtidigt steg med 4,5 procent 2008, vilket leder till ett uppskattat underskott i buffertfondernas bidrag till pensionssystemets

finansiering detta år på 229,3 miljarder kronor. Med beaktande av tidigare upparbetade överskott kan buffertfondernas samlade bidrag till pensionssystemets finansiering under hela perioden uppskattas till -103,8 miljarder kronor. Eftersom pensionssystemets underskott samtidigt uppgick till -243 miljarder kronor har buffertfonderna verksamt bidragit till pensionssystemets finansiella obalans och behovet att aktivera den automatiska balanseringen (se avsnitt 3.2). Buffertfonderna är däremot inte ensamma upphovet till den uppkomna situationen.

Tabell 5.1 Buffertfondernas bidrag till pensionssystemets finansiering (mdkr)

	Årliga resultat	Simulerade resultat	Årlig differens	Ackumulerad differens
2001	-26	8,2	-34,2	-34,2
2002	-85,6	17,1	-102,7	-136,9
2003	80,8	32,9	47,9	-89,0
2004	63,7	22,4	41,3	-47,7
2005	113,7	16,6	97,1	49,3
2006	82,5	19,3	63,2	112,6
2007	36,6	23,7	12,9	125,5
2008	-194,7	34,6	-229,3	-103,8

Källa: Egna beräkningar. Simulerade resultat baseras på antagandet att fondkapitalet växer över tid med årliga nettoinflöden och därutöver med en avkastning som motsvarar inkomstindex.

Den huvudsakliga orsaken till buffertfondernas långsiktiga resultat återfinns i de förutsättningar som kapitalmarknadernas har erbjudit under perioden sedan 2001, med två markanta tillbakagångar på världens aktiemarknader 2001–2002 respektive 2008. Som McKinsey påpekar är AP-fonderna inte ensamma om att ha blivit kraftigt påverkade av aktiemarknadernas utveckling. Även om direkta jämförelser kan vara vanskliga visar jämförelsen med ett urval av internationella pensionsfonder att buffertfonderna tillhör de fonder som har en relativt sett högre genomsnittlig årlig avkastning under femårsperioden 2004–2008. Jämförelsefonderna har uppnått en avkastning som motsvarar eller understiger buffertfondernas resultat, exempelvis norska Statens pensionsfond – Utland (SPU) som avkastade -23,4 procent 2008 och 1,0 procent per år under femårsperioden 2004–2008 (att jämföra med buffertfondernas avkastning under samma tid som var -21,6 respektive 3,4 procent per år). Canadian Pension Plan (CPP), som har ett uppdrag liknande AP-fondernas, redovisar dock en avkastning på -14,5 procent 2008 och 4,6 procent per år under femårsperioden 2004–2008, det bästa resultatet av jämförelsefonderna och alltså bättre än buffertfonderna.

Inte heller Sjunde AP-fonden uppnår eller överträffar inkomstindex. Jämförelsen utfaller till klar nackdel för både premiepensionssystemet och Sjunde AP-fonden eftersom fonderna innehåller en jämfört med Första–Fjärde AP-fonderna större andel aktier, som i sin tur har gett en negativ avkastning sedan 2001. Den genomsnittliga avkastningen för Premiesparfonden och Premievals-fonden under perioden 2001–2008 var -2,9 respektive -4,4 procent per år. Dessa resultat kan jämföras med den genomsnittliga avkastningen för de nu cirka 770 valbara fonderna i premiepensionssystemet (PPM-index) som uppgick till -3,0 procent per

år. Fonderna i premiepensionssystemet, tagna tillsammans, har därmed inte nått upp till målen för inkomstpensionssystemet. Detta har samband med den genomsnittliga portfölj som har blivit resultatet av alla fria val av fonder inom premiepensionssystemet och den finansiella risk som har blivit resultatet.

Bland argumenten bakom införandet av premiepensionssystemet ingick önskemål om att låta det behov av ökat sparande som då förutsågs ta formen av mer individuellt sparande, att samtidigt öka den enskildes inflytande över pensionen och att ta vara på den riskspridning som det innebär att göra pensionen beroende av både inkomstutvecklingen i samhället och kapitalmarknadens avkastning (prop. 1993/94:250 s. 56). Bakom riskspridningsargumentet låg insikten att kapitalmarknadens avkastning kan variera kraftigt, varför förräntningen inom det fullt fonderade premiepensionssystemet periodvis kan förväntas såväl underskrida som överträffa den motsvarande förräntningen inom inkomstpensionssystemet (dvs. inkomstindex). På längre sikt är det dock en rimlig förväntan att kapitalmarknadens avkastning tillför ett mervärde jämfört med inkomstindex.

Utvecklingen sedan fondförvaltningen inleddes hösten 2000 är en illustration av risken att premiepensionssystemets genomsnittliga avkastning periodvis understiger pensionssystemets långsiktiga behov, mätt med inkomstindex. Detta genomsnittliga utfall rymmer dock betydande individuell variation.

Faktabruta 5.1 Risk- och avkastningsmått

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

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

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

Avkastningen på det totala fondkapitalet beräknas som en kapitalvägd avkastning i form av en internränta. Därmed beaktas inte bara ingående och utgående fondkapital utan också effekterna av alla flöden till och från den aggregerade buffertfonden. Dessa flöden, som i normalfallet består av inbetalning av pensionsavgifter, utbetalning av pensioner samt administrationskostnader, administreras av Försäkringskassan. Den kapitalvägda avkastningen ger ett korrekt uttryck för den procentuella avkastning som kommit pensionssystemet till del, justerad för

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

5.2 Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas förvaltning

5.2.1 Strategiska beslut

Regeringens bedömning: Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga avkastning har försämrats påtagligt inom loppet av ett år. Eftersom strategiska beslut måste utvärderas över en längre horisont kan scenförändringen under 2008 inte ensam läggas till grund för ett slutligt omdöme.

AP-fondernas hittillsvarande resultat och annan erfarenhet ger vid handen att fondernas strategiska beslut har en avgörande betydelse för fondernas långsiktiga avkastning, så även denna gång. Utvecklingen illustrerar väl hur viktigt det är att fonderna framför allt ägnar kraft åt strategifrågorna.

Regeringens skrivelse för perioden t.o.m. 2007: Efter sju års förvaltning framstår Första AP-fondens långsiktiga avkastning som konkurrenskraftig, medan Andra och Tredje AP-fondernas långsiktiga avkastning i likhet med tidigare år framstår som mycket konkurrenskraftig.

Fjärde AP-fondens långsiktiga avkastning framstår som mindre konkurrenskraftig, vilket framför allt beror på fondens val av förvaltningsstruktur med ett stort inslag av intern aktiv förvaltning.

En preliminär analys visar att löpande förändringar av strategin, i form av s.k. strategisk aktivitet, kan bidra till fondernas långsiktiga avkastning.

McKinsey: Första–Fjärde AP-fondernas genomsnittliga avkastning sedan halvårsskiftet 2001 uppgick till 1,9 procent per år. Resultatet är i hög grad påverkat av 2008 då fonderna i genomsnitt genererade -21,7 procent. Inte någon av Första–Fjärde AP-fonderna har varit i närheten av att uppnå sina mål för långsiktig avkastning som varierar mellan 5,5 och 6,2 procent per år i nominella termer.

Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga resultat motsvarar 89 miljarder kronor efter kostnader. Av detta belopp har fondernas strategiska beslut (långfristig allokering) svarat för 103 miljarder kronor före kostnader, dvs. mer än 100 procent. Medelfristiga avvikelser från långsiktig strategi (medelfristig allokering) har bidragit positivt med två miljarder kronor före kostnader. Fondernas aktiva förvaltning har haft en avkastning före kostnader på -8,5 miljarder kronor, vilket motsvarar en negativ

avkastning på -0,1 till -0,2 procent per år. Fondernas redovisade kostnader under perioden uppgick till 7,4 miljarder kronor.

Första AP-fondens långsiktiga allokering har genererat 25 miljarder kronor före kostnader, medan fondens medelfristiga allokering har haft en negativ långsiktig avkastning på motsvarande tre miljarder kronor före kostnader. Första AP-fonden beslutade under hösten 2008 att stänga samtliga medelfristiga mandat utom ett, för att under 2009 bygga upp en ny förvaltningsmodell med mer fokus på strategisk allokering.

Andra AP-fonden arbetar inte med medelfristig allokering. Resultatet från långsiktig allokering uppgår till 29 miljarder kronor före kostnader, mer än 100 procent av fondens långsiktiga resultat som uppgår till 23 miljarder kronor efter kostnader.

Tredje AP-fonden har genererat det största bidraget till fondens avkastning från långsiktig allokering, motsvarande 32 miljarder kronor före kostnader. Till det kommer ett bidrag från medelfristig allokering på en miljard kronor. Bidraget från medelfristig allokering är väsentligt större räknat från årsskiftet 2001/2002 eftersom Tredje AP-fonden vid det tillfället höjde aktieandelen med fem procentenheter, vilket har påverkat fondens långsiktiga avkastning negativt.

Fjärde AP-fonden uppvisar det lägsta bidraget från strategisk allokering vid 17 miljarder kronor före kostnader. Till det kan adderas ett bidrag från medelfristiga strategiska beslut på fem miljarder kronor före kostnader. Bidragen från långfristiga och medelfristiga strategiska beslut förklarar mer än 100 procent av fondens långsiktiga resultat, som uppgår till 14 miljarder kronor efter kostnader.

Årets granskning innehåller en fördjupning av AP-fonderna strategiska beslut (långfristig allokering) som typiskt sett utgör den absolut viktigaste källan till avkastning, vilket även gäller i detta fall. McKinsey bedömer att Första–Fjärde AP-fondernas uppdrag innehåller ett tolkningsutrymme som bl.a. har yttrat sig i att fonderna har fastlagt olika mål för real avkastning. McKinsey bedömer dessutom att fonderna är relativt hårt reglerade med begränsningar av hur mycket de får investera i vissa tillgångsslag och att flera andra internationella pensionsfonder verkar fokusera mer på långsiktig allokering, främst genom att lägga mer resurser på området och genom processer för att säkra tillgången till ledande expertis.

På grundval av utvärderingen aktualiserar McKinsey bl.a. frågan om AP-fondernas uppdrag och placeringsregler är optimala för fondernas roll inom pensionssystemet och om AP-fonderna kan förbättra sina förutsättningar att skapa hög avkastning genom långfristiga och medelfristiga allokeringsbeslut, snarare än genom aktiv förvaltning.

Skälen för regeringens bedömning: Första–Fjärde AP-fondernas ackumulerade resultat uppgick till 89 miljarder kronor för tiden från halvårsskiftet 2001 t.o.m. 2008. Det ackumulerade resultatet har därmed försämrats med 191,4 miljarder kronor under loppet av 2008. I likhet med tidigare år förklaras det ackumulerade resultatet sedan start i allt väsentligt av styrelsernas strategiska beslut, i synnerhet långfristiga strategiska beslut. Detta är delvis en naturlig följd av att strategiska beslut om investeringar i tillgångar som har gett en positiv avkastning sedan halvårsskiftet 2001 tillgodoses det strategiska resultatet, medan

aktiv förvaltning utgår från marknadernas genomsnittliga avkastning och kan därför avvika i både positiv och negativ riktning.

I tillägg till långfristiga strategiska beslut och aktiv avkastning har McKinsey identifierat fondernas medelfristiga strategiska beslut (medelfristig allokering) som en separat form av aktivitet som kan mätas och utvärderas, dock med en lägre grad av precision. Medelfristig allokering har mätts som det ackumulerade resultatet av sådana löpande förändringar av fondernas strategiska portföljer som inte är avsedda att vara varaktiga. En sådan temporär förändring kan vara motiverad av marknadernas värdering och har i så fall karaktären av en medelfristig avvikelse från en underliggande strategisk portfölj som, i likhet med aktiv förvaltning, kan utvärderas i ett medelfristigt perspektiv.

Tabell 5.2 Ackumulerade resultat fr.o.m. andra halvåret 2001 t.o.m. 2008 (mdkr)

	Långfristig allokering	Medelfristig allokering	Summa allokering	Aktiv avkastning	Kostnader	Summa avkastning
AP1	25	-3	21,3	2,3	-2,0	21,7
AP2	29	0	28,8	-3,8	-2,1	22,9
AP3	32	1	33,1	-0,8	-1,9	30,5
AP4	17	5	21,5	-6,2	-1,5	13,8
Summa	103	2	104,7	-8,5	-7,4	89

Not. Uppdelningen i långfristig och medelfristig allokering är indikativ.

Källa: McKinsey.

Det ackumulerade resultatet av Första–Fjärde AP-fondernas strategiska beslut uppgick till 104,7 miljarder kronor under perioden från halvårsskiftet 2001 t.o.m. 2008 (tabell 5.2). Detta långsiktiga resultat kan schematiskt delas upp enligt ovan i långfristiga strategiska beslut (långfristig allokering) respektive medelfristiga beslut (medelfristig allokering). Som framgår av tabellen har långfristig allokering haft störst betydelse för fondernas långsiktiga resultat. Långfristig allokering, i sin tur, kan delas upp i den hypotetiska avkastning som skulle ha erhållits om fondernas ursprungliga strategiska portföljer hade behållits oförändrade respektive det ackumulerade resultatet av varaktiga förändringar (förbättringar) av fondernas initiala portföljer. Huvuddelen av det summerade resultatet av långfristig allokering (103 miljarder kronor) sammanhänger med fondernas ursprungliga portföljer (99 miljarder kronor), medan varaktigt syftande förändringar av dessa svarar för återstoden (4 miljarder kronor). Skillnaderna mellan Första–Fjärde AP-fonderna är emellertid betydande (se avsnitten nedan om respektive fond).

I tabell 5.3 redovisas Första–Fjärde AP-fondernas långsiktiga förvaltningsresultat i termer av avkastning. Denna kan jämföras med inflationen som uppgick till 1,4 procent per år i genomsnitt sedan mitten av 2001. Tre av fyra fonder överträffar inflationen och har levererat en svagt positiv real avkastning under denna tid. Ingen av fonderna når emellertid upp till inkomstindex som steg med 3,4 procent per år (med start vid årsskiftet 2000/2001). Avståndet till fondernas egna mål för långsiktig avkastning är ännu större. Målen avser emellertid en mycket

lång horisont och kan vara svåra att lägga till grund för en utvärdering på detta stadium. Skr. 2008/09:130

I vilken mån en bra eller dålig avkastning kan tillskrivas respektive AP-fond beror på de förutsättningar som de finansiella marknaderna har erbjudit under samma period. En schematisk jämförelse med marknadernas övergripande utveckling sedan 2001 indikerar att aktier i allmänhet har gett en negativ avkastning och att placeringar i räntebärande tillgångar och fastigheter har gett en positiv avkastning. Redan riskfria räntan (årliga placeringar i statsskuldväxlar) har gett en genomsnittlig avkastning om 3,3 procent per år. Detta är en norm för utvärdering av placering i alla typer av riskfyllda tillgångar som har överträffats endast av placeringar i obligationer och fastigheter (avsnitt 2.2).

Tabell 5.3 Avkastning efter kostnader fr.o.m. halvårsskiftet 2001 t.o.m. 2008 jämförd med inkomstindex (procent per år)

	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2001– 2008
AP1	-21,9	4,6	9,6	17,4	11,3	16,4	-14,0	-3,4	1,9
AP2	-24,1	4,0	12,8	18,5	11,4	17,6	-15,5	-1,5	2,0
AP3	-19,8	5,0	9,6	17,8	11,1	15,7	-12,2	-2,1	2,6
AP4	-20,9	2,4	10,5	16,8	10,5	16,8	-17,0	-4,4	1,2
Index	4,5	3,2	2,7	2,4	3,4	5,3	2,9	1,4	3,4

Källa: McKinsey.

McKinsey har genomfört en fördjupad granskning av Första–Fjärde AP-fondernas arbete med långsiktiga strategiska beslut (långsiktig allokering). Enligt granskningen kan arbetet alltjämt fördjupas. Granskningen gjordes innan Första AP-fonden kungjorde sitt beslut att helt inrikta organisationen mot fondens strategi. Med detta sagt bedömer McKinsey att det finns utrymme att satsa mer av resurser och ledningens uppmärksamhet inom detta område, bl.a. jämfört med aktiv förvaltning.

McKinseys granskning baseras på den målbild som företrädare för AP-fonderna själva formulerar inom fem viktiga områden (figur 5.1). Dessa handlar om vikten av ett tydligt uppdrag, om behovet av placeringsregler som stöder uppdraget och om fondernas interna processer när det gäller fondledningens prioriteringar, behovet av tydliga processer och tillgång till ledande expertis. Granskningen inkluderar jämförelser med ett urval ledande pensionsfonder – danska ATP, holländska ABP/APG, tre kanadensiska fonder (CPP, CDP Québec och Ontario Teachers' Pension Fund), norska SPU samt australiensiska Future Fund.

Fondernas uppdrag och placeringsregler är frågor som regleras i lag och som hanteras i separat ordning inom ramen för fempartiöverenskommelsen om pensionssystemet och endast undantagsvis bör kommenteras i en skrivelse till riksdagen (se vidare kommentar i avsnitt 5.5). Fondernas interna processer kan däremot ses som en naturlig del av regeringens årliga utvärdering.

Enligt McKinsey bör långsiktig allokering vara ett prioriterat område för fondernas ledning, givet betydelsen för fondernas avkastning. Detta

kan avspeglas i tilldelade resurser, fondernas uttalade förvaltningsstrategier och i förekomsten av en organisatorisk enhet som uteslutande arbetar med strategi. I likhet med andra internationella fonder har Första–Fjärde AP-fonderna avsatt resurser för långsiktig allokering. McKinsey bedömer dock att många andra pensionsfonder prioriterar långsiktig allokering högre än Första–Fjärde AP-fonderna. Exempelvis har flera fonder i jämförelsegruppen avdelat mellan fyra och en halv och sex heltidsanställda som enbart arbetar med långsiktig allokering, jämfört med mellan en och fyra och en halv i AP-fonderna. APG har 45 heltidsanställda som arbetar med långsiktig allokering, vilket dock sammanhänger med fondens storlek och uppdrag.

McKinsey noterar att det finns skillnader mellan Första–Fjärde AP-fonderna när det gäller processen för arbetet med långsiktig allokering (projektform eller löpande verksamhet), hur ofta underlaget för strategiska beslut uppdateras och hur tydlig processen är. Det finns skillnader också mellan de jämförda internationella pensionsfonderna men de flesta arbetar kontinuerligt och har en tydlig process och tydliga roller för arbetet med att ta fram underlag för strategiska beslut (s.k. *Asset Liability Modelling*, ALM).

AP-fondernas målbilder för framgångsrik långsiktig allokering inkluderar också processer för att säkerställa ledande kompetens och information. Detta kan ske genom intern kompetens, strukturerade samarbeten med ledande institutioner och andra externa nätverk. Enligt McKinsey har flera internationella pensionsfonder mer resurser avsatta för prognosarbete. APG har etablerat ett vetenskapligt råd medan Future Fund har utvecklat ett mycket nära samarbete med ledande kapitalförvaltare.

Figur 5.1 Fördjudad granskning av långsiktig allokering i Första–Fjärde AP-fonderna

Målbild	Beskrivning av målbilden	Bedömning av Första till Fjärde AP-fonderna
A. Tydligt uppdrag	<ul style="list-style-type: none"> Fonden har ett tydligt uppdrag som kan konkretiseras i entydiga avkastningsmål och riskgränser 	<ul style="list-style-type: none"> Nuvarande uppdrag ger tolkningsutrymme <ul style="list-style-type: none"> Fonderna använder olika scenarier för utvecklingen av skuldsidan i inkomstspensionssystemet Fonderna tolkar uppdraget att ha "låg risk" olika Tolkningsutrymmet resulterar i olika riskprofil och avkastningsmål (realt mål 3,8%–5,0%)
B. Placeringsregler som stödjer uppdraget	<ul style="list-style-type: none"> Placeringsreglerna begränsar inte fondens möjligheter att optimera sin investeringsportfölj för att uppfylla uppdraget 	<ul style="list-style-type: none"> Hårdare reglerade än många andra internationella pensionsfonder <ul style="list-style-type: none"> Andra fonder regleras oftast på risknivå eller har ett mindre antal restriktioner på tillgångslagsnivå Ser flera placeringsregler som begränsande, för att uppfylla uppdraget (t.ex. andel räntepapper och onoterade tillgångar) Har resulterat i en mindre andel alternativa tillgångar än internationella pensionsfonder och inga placeringar i råvaror
C. Högt ledningsfokus	<ul style="list-style-type: none"> Ledningen har högt fokus på långsiktig allokering Ledningens fokus kan t.ex. reflekteras i resursnivån och en dedikerad enhet för långsiktig allokering 	<ul style="list-style-type: none"> Varierar mellan AP-fonderna, men flera internationella fonder har: <ul style="list-style-type: none"> Mer resurser och ofta en dedikerad enhet Relativt högre fokus jämfört med aktiv förvaltning Flera av AP-fonderna genomför idag planerat förändringsarbete
D. Rigorösa och strukturerade processer	<ul style="list-style-type: none"> ALM-processen är tydligt definierad och väldokumenterad och utförs regelbundet Prognoser och utvärderingen av ALM-modelleringen är rigorösa. T.ex.: <ul style="list-style-type: none"> Djup förståelse av tillgångslag Aktivt arbete för att hitta nya tillgångslag 	<ul style="list-style-type: none"> AP-fonderna har liknande ansats som andra internationella fonder för prognosarbete, men mindre fokus på att arbeta med nya tillgångslag (kan påverkas av dagens placeringsregler) Flera internationella pensionsfonder har tydligare definierad och dokumenterad arbetsprocess
E. Ledande insikter	<ul style="list-style-type: none"> Fonden säkerställer ledande kompetens och informationsskällor, exempelvis: <ul style="list-style-type: none"> Ledande intern forskningsenhet Partnerskap med ledande institutioner Externa nätverk 	<ul style="list-style-type: none"> Varierar mellan AP-fonderna, men flera internationella pensionsfonder har mer dedikerade analysresurser och strukturerade samarbeten med externa parter (t.ex. akademiska råd)

KÄLLA: McKinsey-analys

McKinsey bedömer att Tredje AP-fonden har bäst förutsättningar av Första–Fjärde AP-fonderna att arbeta framgångsrikt med långsiktig allokering, eftersom fonden har avdelat mer resurser för ändamålet och har en mer rigorös ansats för att identifiera nya tillgångsslag. Bedömningen bortser dock från att Första AP-fonden så sent som i februari 2009 kungjort att organisationen som helhet ska inriktas mot strategiska frågor och fondens sammanlagda avkastning.

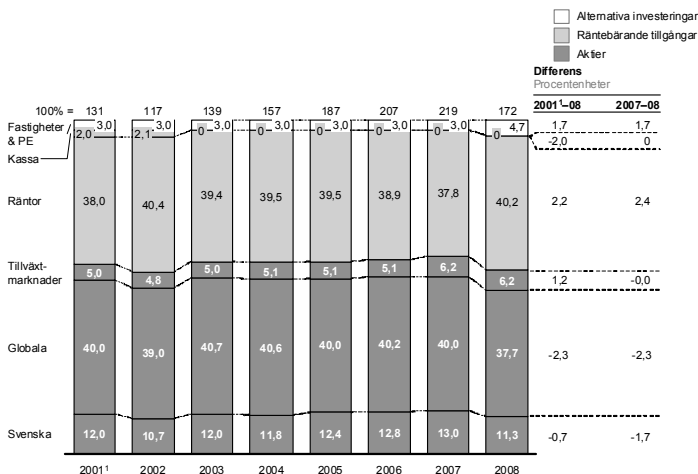
Mot bakgrund av de strategiska beslutens avgörande betydelse för fondernas långsiktiga avkastning, och därmed för uppfyllandet av målet att vara till nytta i pensionssystemet, bör det vara lämpligt om fonderna, var och en på sitt sätt, utnyttjar de möjligheter som finns att stärka verksamheten.

I det följande kommenteras strategiska beslut i var och en av Första–Fjärde AP-fonderna individuellt.

Första AP-fonden

Resultatet av Första AP-fondens långfristiga och medelfristiga allokering sedan halvårsskiftet 2001 uppgick vid utgången av 2008 till 21,3 miljarder kronor före kostnader (tabell 5.2). Av detta belopp utgjorde avkastningen från fondens ursprungliga portfölj, som motsvarade cirka 28 miljarder kronor, långt mer än 100 procent. Resultaten av genomförda förändringar av den ursprungliga strategin har därför varit negativa, jämnt fördelade mellan varaktiga förändringar (långfristig allokering) och medelfristiga förändringar (medelfristig allokering), cirka -3 miljarder kronor vardera. Första AP-fonden offentliggjorde i februari 2009 beslutet att renodla verksamheten inom strategisk allokering. En sådan renodling bör vara i hög grad förenlig med den bästa praxis för långfristig allokering som McKinsey har identifierat.

Figur 5.2 Första AP-fondens strategiska portfölj 2001–2008 (procent respektive mdkr)



Not. Första observationen avser halvårsskiftet 2001, övriga utgången av respektive år.

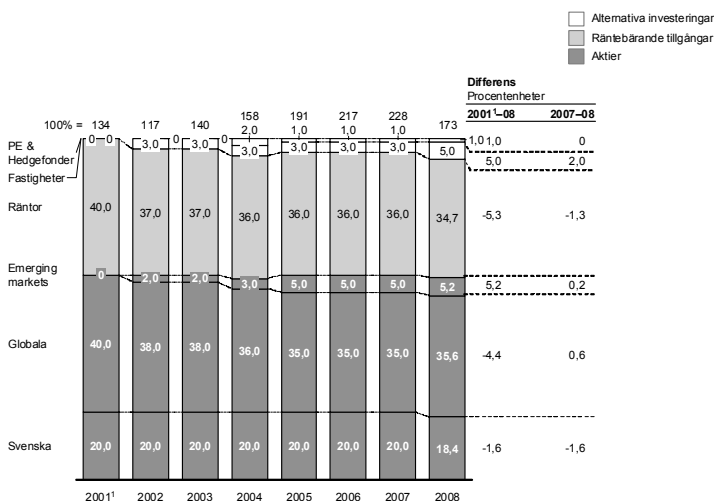
Källa: McKinsey.

Första AP-fondens strategiska portfölj var vid utgången av 2008 sammansatt av 55,2 procent svenska och utländska aktier, 40,2 procent räntebärande instrument och 4,7 procent alternativa tillgångar, inklusive fastigheter (figur 5.2). Andelen fastigheter och räntebärande tillgångar har ökat under det senaste året, på bekostnad av svenska och utländska aktier. Första AP-fonden har hela tiden haft en viss andel aktier i tillväxtmarknader. De två första åren hade Första AP-fonden även en betydande kassa (två procent av fondkapitalet). Eftersom avkastningen på aktier har varit negativ under denna tid, bör omfördelningen från kassa till aktier ha påverkat det uppmätta bidraget från långfristig allokering negativt.

Andra AP-fonden

Resultatet av Andra AP-fondens långfristiga allokering sedan halvårsskiftet 2001 uppgick till 28,8 miljarder kronor före kostnader vid utgången av 2008 (tabell 5.2). Av detta belopp utgjorde avkastningen från fondens ursprungliga portfölj endast cirka 17 miljarder kronor. Detta har delvis samband med förhållandet att Andra AP-fonden byggdes upp från grunden 2001 och att fondens strategiska portfölj ännu inte var fullt utvecklad vid halvårsskiftet 2001, som markerar inledningen av den analysperiod som används här. Av samma anledning är bidraget från varaktiga förändringar av fondens ursprungliga strategi mycket betydande vid cirka 12 miljarder kronor. Eftersom Andra AP-fonden enligt McKinseys utvärdering inte bedriver medelfristig allokering består det summerade resultatet av långfristig allokering i sin helhet av dessa två komponenter (ursprunglig portfölj och varaktiga förändringar av denna).

Figur 5.3 Andra AP-fondens strategiska portfölj 2001–2008 (procent respektive mdkr)



Not. Första observationen avser halvårsskiftet 2001, övriga utgången av respektive år.

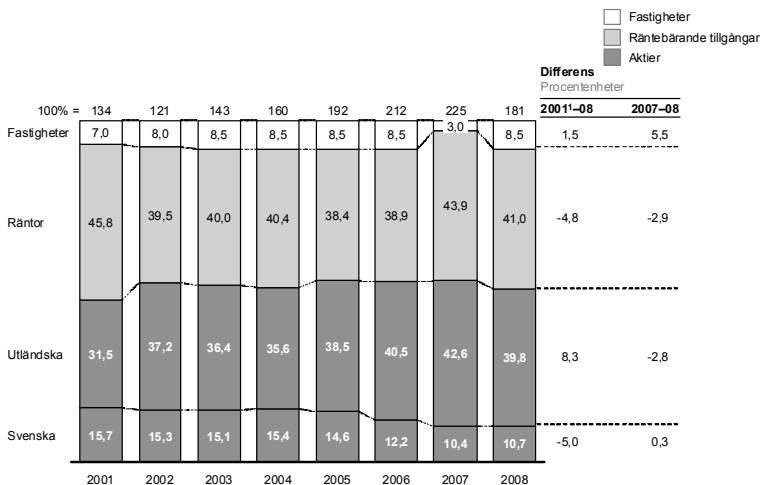
Källa: McKinsey.

Andra AP-fondens strategiska portfölj var vid utgången av 2008 sammansatt av 59,2 procent svenska och utländska aktier, 34,7 procent räntebärande instrument och 6,0 procent alternativa tillgångar, inklusive fastigheter (figur 5.3). Under det senaste året har andelen fastigheter och utländska aktier ökat på bekostnad av svenska aktier och räntebärande instrument. På längre sikt har framför allt placeringar i alternativa tillgångar och aktier i tillväxtmarknaderna ökat, genom en omfördelning från räntebärande instrument och övriga aktiemarknader i Sverige och utomlands. Andra AP-fonden har en förhållandevis stor fastighets-exponering genom ägandet av Norrporten tillsammans med Sjätte AP-fonden, förutom innehavet i Vasakronan som Första-Fjärde AP-fonderna äger gemensamt. Andra AP-fonden har ägt aktier i tillväxtmarknader sedan 2002. Andra AP-fondens relativt sett stora aktieandel, med ett betydande innehav av svenska aktier, har varit till långsiktig nackdel eftersom avkastningen från placeringar i aktier har varit negativ sedan 2001.

Tredje AP-fonden

Resultatet av Tredje AP-fondens långfristiga och medelfristiga allokering sedan halvårsskiftet 2001 uppgick vid utgången av 2008 till 33,1 miljarder kronor före kostnader (tabell 5.2). Av detta belopp motsvarade avkastningen från fondens ursprungliga portfölj cirka 30 miljarder kronor. Till det kan läggas positiva bidrag från varaktiga förändringar av fondens ursprungliga strategi (cirka 2 miljarder kronor) och medelfristiga förändringar (cirka 1 miljard kronor).

Figur 5.4 Tredje AP-fondens strategiska portfölj 2001–2008 (procent respektive mdkr)



Not. Första observationen avser halvårsskiftet 2001, övriga utgången av respektive år. Med undantag för 2007 har bostadsobligationer utgjort en del av fastighetsportföljen.

Källa: McKinsey.

Tredje AP-fondens strategiska portfölj var vid utgången av 2008 sammansatt av 50,5 procent svenska och utländska aktier, 41,0 procent räntebärande instrument och 8,5 procent alternativa tillgångar, inklusive fastigheter (figur 5.4). Andelen fastigheter har ökat under det senaste året, på bekostnad av räntebärande instrument och utländska aktier. På längre sikt märks framför allt en ökning av andelen utländska aktier, men också fastigheter, genom en omfördelning från svenska aktier och räntebärande instrument. Som framgår av figur 5.4 genomfördes en större omfördelning från räntebärande instrument till aktier 2002. Genom denna s.k. omallokering ökade aktieandelen från 47,2 till 52,5 procent av fondkapitalet, dvs. en förändring med drygt fem procentenheter. Eftersom avkastningen från aktieplaceringar har varit negativt under den studerade perioden har beslutet påverkat fondens långsiktiga resultat negativt. McKinsey uppger att bidraget från varaktiga förändringar av den ursprungliga strategin (långfristiga omallokeringar) uppgår till cirka sex miljarder kronor mätt fr.o.m. 2002, varför resultateffekten av att öka aktieandelen 2002 kan uppskattas till cirka -4 miljarder kronor. Bland de positiva resultatbidragen bör ingå en krympande andel svenska aktier 2006 och 2007, dvs. i god tid innan börsfallet 2008. Tredje AP-fonden har också tjänat på en mindre andel aktier, totalt sett. Tredje AP-fonden bör också ha tjänat på en förhållandevis hög andel alternativa placeringar, inklusive fastigheter.

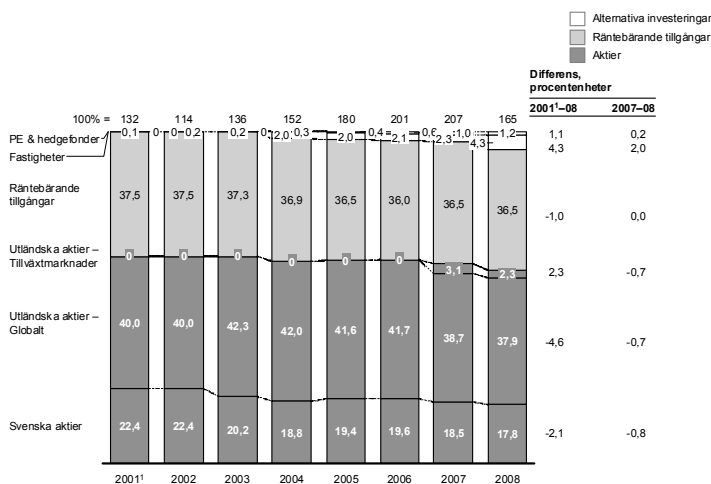
Andelen investeringar i onoterade värdepapper översteg vid utgången av 2008 med en procentenhet den lagstadgade gränsen vid 5 procent av fondkapitalet. Tredje AP-fonden har förklarat överträdelsen med dels en relativt sett större nedgång av värdet av den noterade portföljen än den onoterade, dels valutakurseffekter. I förhållande till värderingen av onoterade innehav belyser Tredje AP-fonden också konsekvensen av att värderingen är eftersläpande och publicerar i sin årsredovisning en känslighetsanalys avseende denna effekt på andelen onoterade innehav. Under 2008 ingick Tredje AP-fonden sammanlagt sex nya investeringsåtaganden om sammanlagt cirka 1,1 miljarder kronor. Enligt uppgift från fonden har inga nya åtaganden ingåtts efter det att den lagstadgade gränsen hade överskridits.

Regeringen förväntar sig att Tredje AP-fonden hanterar de onoterade innehaven i enlighet med de lagstadgade kraven, vilka anger att den överskjutande delen av innehavet ska avvecklas så snart det är lämpligt med hänsyn till marknadsförhållandena och kan göras utan förlust för fonden. Handlingsutrymmet i lagen speglar det faktum att fondmedlen ska förvaltas till största möjliga nytta för pensionssystemet, vilket en tvångsförsäljning där marknad och omsättningsbarhet saknas inte skulle motsvara.

KPMG noterar att strategiska positioner hanteras separat, med undantag för vissa strategiska positioner som ingår som en del av Tredje AP-fondens likvida och marknadsnoterade portfölj, varför fördelningen av resultat mellan strategiska positioner och aktiv förvaltning i vissa fall kan ses som en approximation. KPMG anser dock att redovisningen inte avviker substantiellt från bästa praxis.

Resultatet av Fjärde AP-fondens långfristiga och medelfristiga allokering sedan halvårsskiftet 2001 uppgick vid utgången av 2008 till 21,5 miljarder kronor före kostnader (tabell 5.2). Av detta belopp utgjorde avkastningen från fondens ursprungliga portfölj, som motsvarade 24 miljarder kronor, mer än 100 procent. Resultatet av varaktiga förändringar av fondens ursprungliga strategi (långfristiga omallokeringar) uppgår till -7 miljarder kronor, medan det samlade resultatet av medelfristig allokering är positivt vid cirka 5 miljarder kronor.

Figur 5.5 Fjärde AP-fondens strategiska portfölj 2001–2008 (procent respektive mdkr)



Not. Första observationen avser halvårsskiftet 2001, övriga utgången respektive år.

Källa: McKinsey.

Fjärde AP-fondens strategiska portfölj var vid utgången av 2008 sammansatt av 58 procent svenska och utländska aktier, 36,5 procent räntebärande instrument och 5,5 procent alternativa tillgångar, inklusive fastigheter (figur 5.5). Under det senaste året har andelen fastigheter ökat på bekostnad av svenska och utländska aktier. På längre sikt märks framför allt en omfördelning från aktier till fastigheter. En del av denna omfördelning är emellertid fiktiv, eftersom Fjärde AP-fonden redan från start ägde en andel av AP Fastigheter (i dag Vasakronan).

KPMG noterar att Fjärde AP-fonden inkluderar onoterade tillgångar vid beräkning av fondens risk, inklusive graden av avvikelser från jämförelseindex (s.k. aktiv risk), och att fondens kassa inte fördelats på de olika portföljerna utan hanteras centralt, vilket kan påverka avkastning och risk för de olika portföljerna, men inte för fonden i dess helhet. Båda observationerna betecknas som smärre avvikelser från bästa praxis.

I följande faktaruta beskrivs det förändringsarbete som Fjärde AP-fonden har genomfört och de åtgärder som regeringen har vidtagit. Det är ännu för tidigt att utvärdera resultatet av förändringsarbetet.

Faktaruta 5.2 Förändringsarbetet vid Fjärde AP-fonden

Finansutskottet underströk hösten 2007 betydelsen av att pensionskapitalet förvaltas effektivt och uttalade bl.a. att regeringen bör intensifiera uppföljningen av resultaten vid Fjärde AP-fonden och att återrapportera om de förändringar som genomförs (bet. 2007/08:FiU6). Utskottet uttalade hösten 2008 att resultaten av åtgärdsprogrammen vid Fjärde AP-fonden skulle följas (bet. 2008/09:FiU6). Utskottet har också besökt Fjärde AP-fonden för att informera sig på plats. Regeringen har under de två senaste åren ersatt fyra ledamöter av sammanlagt nio i Fjärde AP-fondens styrelse. Som ett resultat av styrelsens förvaltning har fonden fått ny verkställande direktör, vilket i sin tur har medfört en genomgripande översyn av verksamheten. Som en följd av denna utveckling har så många som 24 anställda vid fonden bytts ut, bland dem flera verksamhetschefer. Dessutom har struktur och processer inom förvaltningen setts över, inte minst när det gäller räntebärande tillgångar, globala aktier och långsiktig allokering.

Inom ramen för regeringens ansvar enligt lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) har åtgärd vidtagits genom att byta ut ett antal styrelseledamöter, inklusive ordförande och vice ordförande.

5.2.2 Operativ förvaltning

Regeringens bedömning: Ingen av Första–Fjärde AP-fonderna har nått målen för aktiv avkastning, vilket motiverar en genomgripande översyn från fondernas sida, var och en från sina respektive utgångspunkter. En sådan översyn har i flera fall påbörjats.

Regeringens skrivelse för perioden t.o.m. 2007: Första AP-fonden har under den senaste femårsperioden uppnått en avkastning i förhållande till jämförelseindex som ligger nära målet för aktiv förvaltning. Eftersom trenden är gynnsam kan målet uppfattas ligga inom räckhåll, varför resultatet på detta stadium kan bedömas vara tillfredsställande.

Andra och Tredje AP-fonderna har under femårsperioden uppnått resultat som ligger nära jämförelseindex, vilket knappast är ett tillfredsställande resultat med beaktande av de avsatta resurserna för ändamålet.

Fjärde AP-fondens avkastning underskrider jämförelseindex med en betydande marginal under den senaste femårsperioden, utan påtagliga tendenser till förbättring, vilket är klart otillfredsställande. Åtgärder för att bryta utvecklingen har vidtagits av fondens ledning. Det är styrelsens uppgift att följa upp dessa och tillförsäkra att den negativa utvecklingen bryts.

McKinsey: För femårsperioden 2004–2008 var den aktiva avkastningen -8,3 miljarder kronor före kostnader för Första–Fjärde AP-fonderna sammantagna. Första AP-fonden har genererat en positiv aktiv avkastning motsvarande 2,7 miljarder kronor före kostnader, medan Andra, Tredje och Fjärde AP-fonderna har genererat en negativ aktiv avkastning mellan -1,6 och -4,9 miljarder kronor före kostnader. McKinsey uppskattar kostnaderna för aktiv förvaltning under

femårsperioden till mellan 25 och 50 procent av fondernas kostnader, motsvarande två–fyra miljarder kronor totalt sett (0,5–1,0 miljarder kronor per fond, med en schablonmässig fördelning). För den längre perioden sedan 2001 är det sammanlagda resultatet av Första–Fjärde AP-fondernas aktiva förvaltning -8,5 miljarder kronor.

Det långsiktiga resultatet har i hög grad påverkats av resultaten för 2008 som motsvarande -9,8 miljarder kronor, medan de enskilda fondernas resultat varierade mellan -1,2 och -4,1 miljarder kronor (ingen av Första–Fjärde AP-fonderna redovisade ett positivt aktivt resultat 2008).

Baserat på denna historik aktualiserar McKinsey frågan om Första–Fjärde AP-fonderna har förutsättningar att i framtiden generera en aktiv avkastning som överstiger kostnaden för att bedriva aktiv förvaltning och hur detta i så fall ska ske. McKinsey anser att det är viktigt att belysa om möjligheterna till aktiv avkastning är störst genom intern eller extern förvaltning och vilken typ av mandat som i så fall ger bäst förutsättningar (traditionella mandat eller s.k. overlay-mandat).

Skälen för regeringens bedömning: Varken under den senaste femårsperioden 2004–2008 eller under den längre perioden från halvårsskiftet 2001 t.o.m. 2008 har någon av AP-fonderna uppnått målen för aktiv avkastning. En tillräcklig tidsperiod finns nu till grund för att konstatera att resultatet inte är tillfredsställande. Syftet med operativ förvaltning är att uppnå en avkastning som överstiger jämförelseindex. Om förutsättningar för detta inte finns anser regeringen att kostnaderna förenade med denna förvaltning inte är motiverade. Flera av fonderna har redan initierat en översyn och även vidtagit åtgärder. Mot bakgrund av slutsatserna i föregående avsnitt är regeringen positiv till att fokus ökar på strategiska beslut i förvaltningen.

Som beskrivits tidigare i regeringens utvärdering av AP-fondernas förvaltning (skr. 2003/04:130, s. 40) genererar operativ förvaltning inte med någon säkerhet ett positivt resultat. Detta följer av att summan av all aktiv förvaltning, dvs. alla avvikelser från ett visst marknadsindex, per definition måste vara noll. Det finns således alltid en risk för motsatt utfall. I normalfallet kan dessa sannolikheter för positiva respektive negativa resultat antas väga lika. AP-fonderna, i likhet med andra förvaltare, har anledning att göra en kritisk bedömning av på vilka områden de har förutsättningar att överträffa marknadernas genomsnitt, dvs. index. En sådan bedömning bör inkludera angivandet av specifika skäl som utgör grund för bedömningen att överavkastning är sannolik i det enskilda fallet och om det inte finns goda sådana skäl för att detta skall uppnås av den egna organisationen, bör det övervägas om förvaltningsuppdraget i fråga ska upphandlas externt. I AP-fondernas bedömning av förutsättningarna att uppnå en avkastning som överträffar index behöver kostnaderna för den operativa förvaltningen vägas in. Som alternativ till en aktiv förvaltning finns möjlighet att för likvida tillgångar uppnå en avkastning som motsvarar index, till en låg kostnad, eftersom det inte ställs några krav på resurser för analys.

Enligt McKinsey har Första–Fjärde AP-fonderna hittills bedrivit aktiv förvaltning med 60–100 procent av fondkapitalet. Kostnaderna för den aktiva förvaltningen bedömer McKinsey har uppgått till sammanlagt motsvarande två–fyra miljarder kronor för femårsperioden 2004–2008.

Med undantag för Första AP-fondens operativa förvaltning är detta kostnader som inte uppvägs av ett positivt bidrag till resultatet under denna period. Kostnaderna förenade med att försöka uppnå en avkastning över jämförelseindex är således en central dimension i motivet till en översyn av den operativa förvaltningen.

Första AP-fonden

Första AP-fondens samlade resultat av aktiv förvaltning under femårsperioden 2004–2008 uppgick till 2,7 miljarder kronor, eller 0,25 procent per år mätt som avkastning. Resultatet under den längre perioden sedan 2001 är också positivt, dock något lägre. Det sammanlagda resultatet under femårsperioden har uppmätts till 2,7 miljarder kronor före kostnader, eller 0,25 procentenheter per år uttryckt som avkastning. De positiva resultaten härrör främst från perioden 2005–2007 då fonden uppvisade ett sammanlagt positivt resultat om 4,2 miljarder kronor eller 0,8 procentenheter per år uttryckt som avkastning. Enligt McKinsey sammanhänger det positiva resultatet främst med förvaltning av utländska aktier och räntebärande instrument.

Tabell 5.4 Första AP-fondens operativa resultat 2004–2008

	2008	2007	2006	2005	2004	2004–08
Mdkr	-1,6	1,0	1,1	2,1	0	2,7
Procent per år	-0,75	0,40	0,60	1,45	0	0,25

Källa: McKinsey.

Styrelsens mål för aktiv avkastning vid 0,5 procentenheter per år har inte uppnåtts under den senaste femårsperioden. För ett år sedan låg resultaten kortsiktigt inom ramen för styrelsens mål, samtidigt som förutsättningarna för att målet skulle nås under kommande år bedömdes vara bättre än tidigare, varför resultaten av Första AP-fondens operativa förvaltning då ansågs vara tillfredsställande. Sedan dess har resultaten försämrats, delvis som en konsekvens av den finansiella turbulensen under 2008 och fondens hantering av denna.

Under 2008 beslutade Första AP-fonden att öka organisationens fokus på strategiska frågor. Detta kom till ett tydligt uttryck i februari 2009 när Första AP-fonden offentliggjorde en kraftsamling omkring målet att skapa hög totalavkastning genom ökat fokus på strategisk allokering. Som en konsekvens av det reducerades den del av organisationen som arbetat med aktiv förvaltning, vilket förväntades reducera rörelsens kostnader med 25 procent på längre sikt.

Målet för aktiv förvaltning har inte uppnåtts men fonden förefaller ändå ha dragit relevanta slutsatser, vilket är tillfredsställande. Det är dock för tidigt att göra en närmare bedömning av effekterna av genomförda förändringar.

Andra AP-fonden

Andra AP-fondens samlade resultat av aktiv förvaltning under femårsperioden 2004–2008 uppgick till -4,9 miljarder kronor före

kostnader, eller -0,60 procentenheter per år mätt som avkastning. Resultatet under den längre perioden sedan 2001 är också negativt, dock inte lika stort. De långsiktiga resultaten har i hög grad påverkats av utfallet för 2008 som uppgick till -4,1 miljarder kronor eller -1,8 procentenheter mätt som avkastning. Enligt McKinsey beror förlusterna under den senaste femårsperioden på negativ aktiv avkastning från samtliga aktie- och obligationsportföljer, med undantag för utländska aktier.

Styrelsens mål för aktiv förvaltning (0,5 procentenheter per år) har inte uppnåtts för någon längre eller kortare period, med undantag för andra halvåret 2001. Även med undantag för det markant svaga utfallet 2008 har den aktiva avkastningen tenderat att understiga noll, varför resultaten kan bedömas vara klart otillfredsställande.

Tabell 5.5 Andra AP-fondens operativa resultat 2004–2008

	2008	2007	2006	2005	2004	2004–08
Mdkr	-4,1	-0,8	0,4	0,3	-0,7	-4,9
Procent per år	-1,80	-0,40	0,20	0,20	-0,60	-0,60

Källa: McKinsey.

Andra AP-fonden genomförde under 2008 en översyn av fondens arbets sätt och beslutade på den grunden att inslaget av aktiv förvaltning skulle minska fr.o.m. 2009. Det är positivt att Andra AP-fonden förändrar sin förvaltning med anledning av det otillfredsställande resultatet, det är dock för tidigt att göra någon bedömning av effekterna.

Tredje AP-fonden

Tredje AP-fondens samlade resultat av aktiv förvaltning under femårsperioden 2004–2008 uppgick till -1,6 miljarder kronor före kostnader, eller -0,2 procentenheter per år mätt som avkastning. Resultatet under den längre perioden sedan 2001 låg nära noll – resultatet uppgick till -0,8 miljarder kronor före kostnader eller 0,10 procentenheter per år mätt som avkastning. Att det beloppsmässiga långsiktiga resultatet är negativt trots att den genomsnittliga aktiva avkastningen under samma tid är svagt positiv, beror på att resultaten har varit sämre efter 2005 samtidigt som fondkapitalet har växt över tid, varför de negativa resultaten under de tre senaste åren har träffat ett större fondkapital.

De långsiktiga resultaten har i hög grad påverkats av utfallet för 2008 som uppgick till -2,8 miljarder kronor eller -1,3 procentenheter mätt som avkastning. Enligt McKinsey beror förlusterna under den senaste femårsperioden på negativ aktiv avkastning från samtliga tillgångsportföljer, vilket delvis har motverkats av positiv avkastning från taktisk allokering.

Styrelsens mål för den operativa förvaltningen har förändrats från ett relativt till ett absolut mål som uppgår till 0,5 miljarder kronor plus ett bidrag med 0,05 procentenheter från passiv förvaltning. Målet har inte nåtts. Tidigare år har det långsiktiga resultatet av aktiv förvaltning legat nära noll, med en viss tendens till försvagning under senare år, vilket har

förstärkts genom utfallet för 2008. Den operativa förvaltningens långsiktiga resultat är därmed otillfredsställande. Skr. 2008/09:130

Tabell 5.6 Tredje AP-fondens operativa resultat 2004–2008

	2008	2007	2006	2005	2004	2004–08
Mdkr	-2,8	-0,4	-0,2	1,9	0	-1,6
Procent per år	-1,30	-0,25	-0,15	1,25	-0	-0,20

Källa: McKinsey.

Som en följd av Tredje AP-fondens renodling av förvaltningen i s.k. alfa- och betaseparering (som beskrivs i avsnitt 4.1.3) med mål om absolut avkastning i den aktiva förvaltningen, har fonden genomfört ett ökat inslag av kapitallösa s.k. overlay-mandat (förvaltningsmandat som baseras på handel med derivatkontrakt eller finansiering av värdepappersköp genom belåning). Fonden har under 2008 avvecklat aktiv förvaltning i traditionell form och ersatt denna med sådana mandat som nyss nämnts. Detta kan betecknas som en renodling av Tredje AP-fondens aktiva förvaltning. Resultatet av detta kan ännu inte bedömas.

Fjärde AP-fonden

Fjärde AP-fondens samlade resultat av aktiv förvaltning under femårsperioden 2004–2008 uppgick till -4,4 miljarder kronor före kostnader, eller -0,5 procentenheter per år mätt som avkastning. Resultatet under den längre perioden sedan 2001 är än mer negativt. De långsiktiga resultaten har påverkats av utfallet för 2008 som uppgick till -1,2 miljarder kronor eller -0,5 procentenheter mätt som avkastning. Resultatet för 2008 är dock inte en huvudsaklig orsak till att Fjärde AP-fondens långsiktiga resultat från aktiv förvaltning har varit ihållande negativt. Enligt McKinsey beror förlusterna under den senaste femårsperioden på negativ aktiv avkastning inom aktieförvaltningen och ett mycket negativt resultat i förvaltningen av räntebärande instrument 2007.

Styrelsens mål för aktiv förvaltning (0,5 procentenheter per år) har inte uppnåtts för något år sedan 2001 och därmed inte heller för någon längre period. Resultaten kan därmed bedömas vara klart otillfredsställande.

Tabell 5.7 Fjärde AP-fondens operativa resultat 2004–2008

	2008	2007	2006	2005	2004	2004–08
Mdkr	-1,2	-2,3	-0,8	0	-0,2	-4,4
Procent per år	-0,50	-1,20	-0,50	0	-0,20	-0,50

Källa: McKinsey.

Ett åtgärdsprogram har initierats av fondens ledning (se faktaruta 5.2). Som en följd av det har Fjärde AP-fonden temporärt minskat risktagandet i den aktiva förvaltningen, vilket sannolikt gynnade utfallet under 2008. I övrigt är det, som framgår i avsnitt 5.2.1, ännu för tidigt att bedöma effekterna av förändringsarbetet. Här kan dock konstateras att det är viktigt att förändringsarbetet fortsätter att bedrivas med tillräcklig

5.3 Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning

Regeringens bedömning: Sjätte AP-fondens styrelse har fastställt mål för verksamheten som bör kunna läggas till grund också för extern utvärdering. Genom den försämring som har ägt rum under 2008 når fondens avkastning inte längre upp till målet, varken fondens totala avkastning eller den högre avkastning som härrör från investeringsverksamheten. Fondens långsiktiga resultat har därmed förändrats inom loppet av ett år. Eftersom strategiska beslut måste utvärderas över en längre horisont kan scenförändringen under 2008 inte ensam läggas till grund för ett slutligt omdöme.

En viktig orsak till att Sjätte AP-fonden inte har uppnått styrelsens mål för verksamheten synes vara fondens uthålligt svaga avkastning från placeringar i tidiga faser av bolagens utveckling (expansionsfasen). Fondens styrelse har initierat en fördjupad granskning av bakomliggande orsaker, vilket välkomnas.

Regeringens skrivelse för perioden t.o.m. 2007: Interna avkastningskrav försvårar utåtriktad kommunikation och bör ersättas av enstaka tydliga mål som även kan utnyttjas i utvärderingssyfte.

Sjätte AP-fondens onoterade portfölj har genererat en tillfredsställande långsiktig avkastning, med beaktande av att investeringar i tidiga faser – som har belastat resultatet – knappast har kunnat undvikas.

Sjätte AP-fondens totala avkastning efter kostnader under femårsperioden 2003–2007 överstiger fondens eget mål med en betryggande marginal, vilket framstår som ett gott resultat.

McKinsey: Sjätte AP-fondens utveckling 1997–2008 motsvarar en genomsnittlig avkastning under perioden på 3,8 procent per år efter kostnader. Detta överstiger inkomstindex med 0,8 procent per år, men når inte upp till fondens mål om detta utsträcks bakåt i tiden. Fondens totala avkastning 2003–2008 uppgick till 5,9 procent per år, vilket också överträffar inkomstindex men inte fondens mål.

Fondens styrelse har satt ett mål för nominell avkastning över en femårsperiod vid riskfri ränta plus en riskpremie på 4,5 procentenheter. Under tolvårsperioden 1997–2008 kan målet uppskattas till 7,8 procent per år. Under sexårsperioden 2003–2008 var målet 7,3 procent per år. Målen är högre för investeringsverksamheten, som i slutet av 2008 utgjorde 97 procent av fondens totala kapital.

Investeringsportföljen bestod i slutet av 2008 av 59 procent mogna bolag, 29 procent expansionsbolag och 12 procent småbolag. Investeringsportföljens avkastning 2003–2008 var i genomsnitt 8,9 procent per år efter externa kostnader, vilket var 1,7 procentenheter lägre än fondens mål som uppgick till 10,6 procent per år. Resultaten har dock varit mycket olika i de olika marknadssegmenten. Medan investeringar i mogna bolag genererat en betydligt högre avkastning än fondens mål – 20 procent per år jämfört med målet vid 10 procent per år

– har investeringar i expansionsbolag och noterade småbolag däremot inte nått upp till fondens mål. Bilden är likartad för den längre perioden 1997–2008.

Analys av realiserade vinster sedan 1997 visar att den totala avkastningen efter externa kostnader varit 19,4 procent per år, främst drivet av fondinvesteringar. Fondinvesteringar har i genomsnitt avkastat 20,9 procent per år, medan direkta företagsinvesteringar avkastat 8,2 procent per år, vilket sannolikt är drivet av att Sjätte AP-fonden tidigt var med i buyout-fonder som har varit mycket framgångsrika under de senaste tio åren, t.ex. EQT och Nordic Capital. Om orealiserade resultat inkluderas har direktinvesteringar hittills gett en högre avkastning.

McKinsey aktualiserar frågor om Sjätte AP-fondens uppdrag och om investeringsverksamhetens breda fokus. När det gäller fondens uppdrag undrar McKinsey om de begränsningar som finns ger fonden bästa möjliga förutsättningar att åstadkomma hög avkastning med tillfredsställande riskspridning. Begränsningarna avser en geografisk begränsning till Sverige, begränsade möjligheter att belåna investeringar och en likviditetsportfölj som måste förvaltas internt. När det gäller investeringsverksamhetens breda fokus undrar McKinsey om Sjätte AP-fonden har förutsättningar att leverera hög avkastning med tillfredsställande risk i expansionssegmentet, mot bakgrund av negativ avkastning både 1997–2008 och 2003–2008.

Skälen för regeringens bedömning: Sjätte AP-fonden avviker från Första–Fjärde AP-fonderna genom fondens specialiserade uppdrag och obegränsade möjligheter att placera fondkapitalet i onoterade tillgångar. Genom en lagändring 2007 fick Sjätte AP-fonden rätten att placera en mindre andel av fondkapitalet utomlands, dock består inriktningen mot aktier som huvudsakligen ska vara svenska (prop. 2006/07:100 s. 188 f., SFS 2007:709). Sjätte AP-fondens särpräglade verksamhet, med ett betydande inslag av onoterade tillgångar som även ger möjlighet till ägande av majoritetsposter i portföljbolagen, innebär att Sjätte AP-fondens styrelse får en mer operativ roll jämfört med styrelserna i Första–Fjärde AP-fonderna. Sjätte AP-fondens operativa verksamhet, som bl.a. innefattar 342 bolag, varav 49 bolag som ägs direkt av fonden utan mellanhand, avviker betydligt från Första–Fjärde AP-fonderna som är finansiellt orienterade. Det har därmed befunnits vara mindre meningsfullt att separera strategiska beslut från operativ förvaltning i detta fall, varför Sjätte AP-fondens förvaltning utvärderas i ett sammanhang.

Sjätte AP-fonden avviker från andra riskkapitalaktörer på flera sätt – för det första genom att fonden är sluten och således förvaltar erforderlig likviditetsreserv inom ramen för fondens egen balansräkning, för det andra genom att fonden finansierar egna investeringar med eget kapital och således inte själv utnyttjar belåning samt, för det tredje, genom att huvuddelen av investeringarna har begränsats till hemmamarknaden. Dessa begränsningar är givna av regelverkets utformning och har konsekvenser för fondens totala avkastning och dess variation över tid, dvs. risk.

Sjätte AP-fonden inledde den egentliga investeringsverksamheten 1997. Under de första åren arbetade fonden med borsindex som mål. Sedan 2003 har Sjätte AP-fonden arbetat med ett absolut mål för

avkastning, mot bakgrund av att investeringsverksamheten sedan dess har utgjort fondens huvudsakliga verksamhet. Sjätte AP-fonden anser att fonden har arbetat under jämförbara förutsättningar fr.o.m. 2003 men att även den längre perioden sedan fondens start 1997 kan användas som grund för utvärdering av verksamheten. I det längre tidsperspektivet betonar Sjätte AP-fonden att det kan finnas behov av att exkludera likviditetshanteringen för att förbättra möjligheten till jämförbarhet med andra aktörer.

Bristen på naturliga jämförelsenormer skärper behovet av att styrelsens mål, förutom funktionen som internt styrinstrument, kan bidra till en rättvisande utvärdering av verksamheten. I förra årets utvärdering bedömde regeringen att interna avkastningskrav kan försvåra utåtriktad kommunikation och att dessa bör ersättas av enstaka tydliga mål som även kan utnyttjas i utvärderingssyfte. Detta gäller alltså. Dock förekommer inte längre alternativa avkastningskrav för samma period och de mål som har kommunicerats förefaller kunna läggas till grund för en utvärdering. McKinsey uppger att målet är fastställt av styrelsen, vilket är naturligt och önskvärt.

Sjätte AP-fondens totala avkastning efter kostnader uppgick till 5,9 procent per år under 2003–2008, vilket överträffar inkomstindex men inte fondens mål. Sjätte AP-fonden har därmed bidragit till pensionssystemets finansiering under denna tid men inte uppnått styrelsens mål. Fonden har inte heller uppnått eller överträffat borsindex för små- eller medelstora bolag (tabell 5.8). Den förhållandevis korta perioden sedan 2003 kan emellertid inte läggas till grund för en slutlig utvärdering mot bakgrund av fondens betydande innehav av onoterade tillgångar som kräver en längre tid för att realisera placeringarnas värde, som i allmänhet kommer till fullt uttryck först när de avyttras.

Avkastningen från Sjätte AP-fondens samlade kapital sedan 1997 uppgår till 3,8 procent per år, vilket överträffar inkomstindex men inte heller når upp till fondens mål som det nu kan beräknas.

Tabell 5.8 Sjätte AP-fondens totala avkastning efter kostnader (procent per år)

	1997–2008	2003–2008
Sjätte AP-fonden	3,8	5,9
Jämförelsenormer:		
Fondens mål	7,8	7,3
Inkomstindex	3,0	3,6
Svenska småbolag	-	9,1
Svenska medelstora bolag	6,5	7,2

Källa: McKinsey.

Avkastningen från investeringsverksamheten som innehåller betydande innehav av onoterade aktier beräknas, enligt branschpraxis, på särskilt sätt som en genomsnittlig avkastning sedan tidpunkten för den första investeringen, med hänsyn tagen till vid var tid investerade belopp (faktaruta 5.3). Avkastningen sedan 1997 mätt på detta sätt uppgick till 6,3 procent per år efter externa förvaltningsavgifter, vilket överstiger fondens totala avkastning med viss marginal men understiger målet för verksamheten med 4,2 procentenheter per år, som det kan beräknas i

efterhand (tabell 5.9). Bilden för den kortare perioden sedan 2003 är likartad, även om underskottet i förhållande till målet är mindre (1,7 procentenheter per år).

Avkastningen i de olika segment som sammantaget utgör investeringsverksamheten är mycket olika. Medan avkastningen i tidiga skeden av portföljbolagens utveckling (expansionsbolag) har varit markant negativ har avkastningen från placeringar i mogna bolag varit mycket god, både i absoluta tal och jämfört med fondens mål. Avkastningen på mogna bolag uppgick till 13,5 procent per år sedan 1997 och 20,0 procent per år sedan 2003, vilket överträffar fondens mål med 3,9 respektive 10,0 procentenheter per år. Det bör då observeras att Sjätte AP-fondens värdering av onoterade bolag inkluderar utvecklingen under det turbulenta fjärde kvartalet 2008.

Utöver små och medelstora onoterade bolag (expansionsbolag och mogna bolag) har Sjätte AP-fonden sedan en tid definierat placeringar i noterade småbolag som en del av investeringsverksamheten. Avkastningen från denna verksamhet uppgår till 3,1 procent per år sedan 2003, vilket inte når upp till målet. Det förhållandevis svaga resultatet kan ha samband med att verksamheten inleddes först 2006 (därmed var portföljen fullt exponerad för börsfallet 2008, utan att dessförinnan ha kunnat dra fördel av hela börsuppgången 2003–2005).

Tabell 5.9 Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet (procent per år)

	Expansionsbolag		Mogna bolag		Noterade småbolag		Hela investeringsverksamheten	
	97/08	03/08	97/08	03/08	97/08	03/08	97/08	03/08
AP6	-6,5	-6,6	13,5	20,0	-	3,1	6,3	8,9
Mål	12,6	13,3	9,6	10,0	-	8,7	10,5	10,6

Not. IRR, dvs. kapitalvägd avkastning efter externa kostnader.

Källa: McKinsey.

McKinsey har ifrågasatt om Sjätte AP-fonden har förutsättningar att åstadkomma en hög avkastning med tillfredsställande riskspridning genom placeringar i tidiga faser (expansionsbolag). Som McKinsey också påpekar är detta ett resultat som inte är specifikt för Sjätte AP-fonden eller placeringar i svenska bolag utan generellt för Europa. Statistik över europeiska riskkapitalfonder som investerar i tidig respektive mogen fas visar att den genomsnittliga avkastningen under tioårsperioden 1999–2008 uppgick till 0,8 procent per år för tidiga faser och till 14,2 procent per år för investeringar i mogen fas. En jämförelse med tabell 5.9 indikerar att Sjätte AP-fonden har lyckats bättre när det gäller de mogna bolagen men sämre när det gäller expansionsbolag. För sådana placeringar i onoterade bolag som Sjätte AP-fonden äger direkt, utan mellanhand, är jämförelsen inte heller rättvisande eller lämplig, bl.a. mot bakgrund av fondens begränsning till hemmamarknaden och avvikande policy när det gäller lånefinansiering.

Sjätte AP-fondens styrelse har initierat en granskning av fondens placeringar i tidiga faser som inkluderar såväl bolagen som de fonder genom vilka placeringarna har gjorts, vilket förefaller välbetänkt. Mot bakgrund av fondens mål och begränsningar förblir det svårt att rikta

extern kritik mot resultatet av placeringar i expansionsbolag enbart på grundval av uppnådd historisk avkastning. Detta bör i stället övervägas noga av styrelsen, på grundval av en långsiktig bedömning.

McKinsey har också aktualiserat frågor om Sjätte AP-fondens uppdrag som dock berör regelverket och som, i enlighet med vad som konstateras i avsnitt 5.2.1, bör behandlas i ett separat sammanhang.

KPMG noterar att Sjätte AP-fonden utnyttjar olika typer av avkastningsberäkningar, där framför allt avkastningen för fonden som helhet är beräknad på ett sätt som möjliggör jämförelser (en s.k. tidsvägd avkastning). Avkastning per affärsområde baseras på genomsnittligt förvaltad kapital under året, vilket utgör ett mindre vanligt mått på avkastning som i sin tur försvårar jämförelser med andra aktörer. KPMG anser dock att redovisad avkastning inte avviker substantiellt från bästa praxis.

Faktaruta 5.3 Värdering av onoterade aktier

Sjätte AP-fondens redovisning, och regeringens utvärdering av Sjätte AP-fondens onoterade portfölj, baseras på EVCA:s riktlinjer (European Private Equity & Venture Capital Association). Generellt gäller att värderingen ska avspegla verkligt värde med beaktande av försiktighet och konsekvens. För yngre innehav (upp till ett år) innebär det att innehav ska värderas till anskaffningskostnad, om inte en ny finansieringsrunda eller delförsäljning har ägt rum där en väsentlig investering gjorts av tredje part. I så fall bör innehavet värderas med ledning av priset vid denna transaktion med tredje part. Ett annat undantag avser tillfällen när en stadigvarande och väsentlig minskning av värdet på investeringen bedöms ha ägt rum. I det fallet ska en nedskrivning av värdet göras.

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

5.4 Utvärdering av Sjunde AP-fondens förvaltning

5.4.1 Strategiska beslut

Regeringens bedömning: Premiesparfondens långsiktiga avkastning har försämrats men ligger alltså i linje med den genomsnittligt valda fonden i premiepensionssystemet (PPM-index). Styrelsens mål har inte uppnåtts under den senaste femårsperioden, varför resultatet kan bedömas vara mindre tillfredsställande. Den främsta orsaken är ett svagt operativt resultat.

Regeringens skrivelse för perioden t.o.m. 2007: Premiesparfondens långsiktiga avkastning motsvarar genomsnittet av valbara fonder inom premiepensionssystemet med en liten marginal, vilket är ett tillfredsställande resultat. Resultatet är emellertid något mindre

tillfredsställande under den senaste femårsperioden, vilket har motiverat förändringar av fondens strategiska portfölj. Det är dock oklart om fem år är en ändamålsenlig period för att utvärdera strategiska beslut.

McKinsey: Sjunde AP-fondens styrelse har preciserat målet om låg risk i Premiesparfonden på så sätt att risken ska vara lägre än genomsnittet för samtliga fonder som kan väljas aktivt i premiepensionssystemet. Fondens styrelse har fastställt målet att avkastningen för Premiesparfonden under löpande femårsperioder minst ska motsvara PPM-index, medan avkastningen för Premievals-fonden under samma tidsperiod ska överträffa PPM-index med minst 0,35 procentenheter per år.

Varken Premiesparfonden eller Premievals-fonden har uppnått sina mål under den senaste femårsperioden. Premiesparfondens och Premievals-fondens avkastning under 2004–2008 uppgår till 0,3 respektive -0,8 procent per år, vilket underskrider PPM-index med 1,9 respektive 3,2 procentenheter per år. Premiesparfonden har inte heller uppnått målet att fondens risk ska vara lägre än risken i PPM-index. Under den längre perioden 2001–2008 är båda fondernas avkastning negativ och sämre än övriga AP-fonder genom högre aktieexponering.

En viktig orsak till fondernas svaga utveckling jämfört med PPM-index under femårsperioden är fondernas negativa aktiva avkastning under 2008 (-3,95 respektive -5,65 procentenheter).

Skälen för regeringens bedömning: Sjunde AP-fonden förvaltar två fonder inom premiepensionssystemet, varav Premiesparfonden intar en särställning. Dit förs premiepensionsmedel för premiepensions-sparare som inte har valt någon annan fond. Vid utgången av 2008 motsvarade Premiesparfonden 27,2 procent av det totala premiepensionskapitalet och var systemets klart största fond med knappt 2,5 miljoner andelsägare. Premievals-fonden, däremot, är en valbar fond som konkurrerar fritt med privata alternativ inom premiepensionssystemet. Vid utgången av 2008 motsvarade Premievals-fonden 0,7 procent av premiepensionskapitalet med 101 000 andelsägare, vilket placerade Premievals-fonden som nummer 23 bland systemets cirka 770 valbara fonder.

Sjunde AP-fondens övergripande mål, som det har formulerats av styrelsen, är att avkastningen för Premiesparfonden över rullande femårsperioder ska överträffa genomsnittet av alla fonder som kan väljas aktivt i premiepensionssystemet (PPM-index) och att detta ska ske till lägre risk. Målet för Premievals-fonden är att avkastningen ska överträffa PPM-index med 0,35 procentenheter per år. För Premievals-fonden gäller inget generellt krav på låg risk.

Tabell 5.10 Sjunde AP-fondens avkastning i förhållande till PPM-index (procent per år)

	Premiesparfonden		Premievals-fonden	
	2004–2008	2001–2008	2004–2008	2001–2008
Fondavkastning	0,3	-2,9	-0,1	-4,4
PPM-index	2,4	-3,0	2,4	-3,0
Differens	-2,1	0,1	-2,5	-1,4

Not. Avkastningen är beräknad efter kostnader enligt "NAV-kursmodellen", vilket innebär att avkastningen har justerats för fondernas bruttoavgift.

Källa: McKinsey.

Under femårsperioden 2004–2008 uppgick avkastningen för Premiesparfonden till blygsamma 0,3 procent per år, vilket förklaras av fondens förhållandevis höga aktieandel och ett svagt operativt resultat (se nästa avsnitt). Avkastningen var klart sämre än PPM-index under perioden, som framgår av tabell 5.10 uppgick differensen till -2,1 procentenheter per år. Avkastningen för Premievals-fonden under samma tid uppgick till -0,1 procent per år, av liknande skäl, vilket underskred PPM-index med en motsvarande något sämre marginal (-2,5 procentenheter per år). En sedan tidigare år observerad tendens till försämring av fondernas resultat i förhållande till PPM-index har därmed fortsatt även 2008. Nytt för året är att Premiesparfondens risk inte längre understiger risken i PPM-index. Styrelsens mål för femårsperioden 2004–2008 har därmed inte uppnåtts.

I ett längre perspektiv, sedan utgången av 2000, motsvarar avkastningen för Premiesparfonden alltså PPM-index med obetydlig marginal (0,1 procentenheter per år) medan Premievals-fonden är sämre även i detta längre perspektiv (-1,4 procentenheter per år).

Det är inte klart vilken period som ska anses vara lämplig vid utvärdering av strategisk måluppfyllelse, bortsett från att den bör vara längre än den femåriga horisont som här tillämpas vid utvärdering av operativ förvaltning. Sjunde AP-fondens styrelse har likväl valt den femåriga horisonten även för det strategiska målet, vilket kan ha fördelen att underlätta kommunikationen med fondens intressenter men likväl riskerar att bli alltför kort i förhållande till strategins egentliga syfte, att tillförsäkra andelsägarna en så bra pension som möjligt i förhållande till risken i placeringarna.

På grundval av den femåriga horisonten har Sjunde AP-fondens styrelse under 2007 och 2008 beslutat utöka fondernas placeringar i aktier från tillväxtmarknaderna och i riskkapitalfonder, bl.a. för att minska avvikelserna i placeringsinriktning jämfört med PPM-index. Förändringarna var särskilt uttalade för Premievals-fonden som dock är fullt konkurrensutsatt. Den minskade avvikelsen i Premiesparfondens placeringsinriktning jämfört med PPM-index bör försäkra förutsättningarna eller minska risken för att fondens avkastning fortsättningsvis ska avvika väsentligt från detta index, i positiv eller negativ riktning. Nu blev utfallet för 2008 likväl väsentligt sämre, vilket emellertid berodde på ett särskilt svagt operativt resultat detta år.

KPMG noterar att Sjunde AP-fonden inkluderar onoterade tillgångar vid beräkning av fondens risk, inklusive graden av avvikelser från jämförelseindex (s.k. aktiv risk). Redovisningen bedöms dock inte avvika substantiellt från bästa praxis. KPMG noterar även att jämförelseindex för onoterade tillgångar, riskkapitalfonder och hedgefonder, sedan 15 maj 2007 inkluderar rimliga påslag utöver aktieindex respektive obligationsindex (påslagen är fyra respektive två procentenheter per år).

Regeringens bedömning: Genom ett mycket svagt utfall 2008 har det skett en påtaglig försämring av det ackumulerade resultatet av Sjunde AP-fondens operativa förvaltning. Genom finanskrisens effekter har även passiv förvaltning visat sig kunna ge upphov till betydande förluster. Sjunde AP-fonden har initierat en översyn av den operativa förvaltningen, vilket är tillfredsställande.

Regeringens skrivelse för perioden t.o.m. 2007: Sjunde AP-fonden har inte nått målen för operativ aktivitet under den senaste femårsperioden. Med hänsyn tagen till att Sjunde AP-fonden, med ett betydande inslag av passiv förvaltning, inte eftersträvar att genomgående överträffa jämförelseindex är resultatet neutralt.

McKinsey: Förvaltningen av Premiesparfonden har genererat en aktiv avkastning på i genomsnitt -1,24 procentenheter under femårsperioden 2004–2008, i hög grad drivet av 2008 då fonden uppvisade en aktiv avkastning på -3,96 procentenheter. Under perioden 2001–2008 har fonden uppvisat positiv aktiv avkastning endast under två år. Förvaltningen av Premievals-fonden har genererat en aktiv avkastning på -1,43 procentenheter per år, också det i hög grad drivet av utvecklingen under 2008 då fondens aktiva avkastning var -5,63 procentenheter. McKinsey aktualiserar mot den bakgrunden frågan om Sjunde AP-fonden har förutsättningar att i framtiden skapa en aktiv avkastning som överstiger kostnaden för aktiv förvaltning.

Skälen för regeringens bedömning: Sjunde AP-fondens operativa förvaltning utvärderas med hjälp av fondens avkastning i förhållande till jämförelseindex. För detta ändamål tillämpas en femårig horisont. Målen för aktiv förvaltning har inte uppnåtts under femårsperioden 2004–2008, eftersom både Premiesparfondens och Premievals-fondens avkastning understiger jämförelseindex med betydande marginal (-1,24 respektive -1,91 procentenheter per år), långt från styrelsens mål som syftar till en positiv marginal om minst 0,5 procentenheter per år. De negativa resultaten under femårsperioden är kraftigt påverkade av utfallen under 2008, som indikerade en aktiv avkastning för Premiesparfonden och Premievals-fonden vid -3,96 respektive -5,63 procentenheter (tabell 5.11).

Tabell 5.11 Sjunde AP-fondens avkastning före kostnader i förhållande till jämförelseindex 2004–2008 (procent per år)

	2008	2007	2006	2005	2004	2004–08
Premiesparfonden	-3,96	-0,23	0,09	0,62	-0,61	-1,24
Premievals-fonden	-5,63	0,29	0,16	0,94	-1,40	-1,91

Not. Avser avkastning före kostnader enligt "stängningskursmodellen".

Källa: McKinsey.

Resultaten är förvånande av flera skäl. För det första bedriver Sjunde AP-fonden aktiv förvaltning för en mindre andel av fondkapitalet (43 procent av hela fondkapitalet eller 37 procent av fondens likvida tillgångar, vilket kan jämföras med Första–Fjärde AP-fonderna som, enligt McKinsey, hittills bedrivit aktiv förvaltning med 60–100 procent av fondkapitalet). För det andra är förlusterna 2008 anmärkningsvärt

stora. En del av förklaringen går att finna i finanskrisen, som inte endast påverkat aktiemarknaderna negativt, utan också vissa typer av värdepapper emitterade av banker och finansiella företag. Som en konsekvens av det har även passiv förvaltning visat sig kunna ge upphov till betydande förluster.

Premiesparfondens negativa avvikelse från jämförelseindex, som uppgick till fyra procentenheter 2008, berodde till stor del på fondens innehav av strukturerade finansiella instrument som avsåg att ge fonden en kostnadseffektiv exponering mot framför allt tillväxtmarknader men också mot avkastning som är hänförlig till s.k. alternativa placeringar (riskkapitalfonder och hedgefonder). De strukturerade finansiella instrumenten har emitterats eller garanterats av en grupp banker och finansiella företag. Som en konsekvens av finanskrisen har dessa instrument värderats ned i större utsträckningen än den underliggande marknadsutvecklingen motiverar, mot bakgrund av marknadens förändrade syn på garanternas kreditvärdighet. Detta har inget med aktiv förvaltning att göra, syftet var passiv förvaltning till lägsta möjliga kostnad. Trots detta har en stor avvikelse uppstått, eftersom den realiserade avkastningen visade sig bli markant sämre genom inslaget av kreditrisk som följer med placeringar i strukturerade finansiella instrument. Sjunde AP-fonden är inte ensam om att i finanskrisens spår ha råkat ut för nedvärderingar av denna typ. Det är möjligen mer anmärkningsvärt är att så mycket som tio procent av Premiesparfonden och 20 procent av Premievalsfonden exponerats för – som det visat sig – en och samma typ av instrument. Det ska tilläggas att i det fall fonderna behåller dessa värdepapper till förfall, och inga betalningsinställelser inträffar hos emittenterna, kommer förlusten som hänförs till motpartsrisken i exponeringen att återhämtas.

Sjunde AP-fonden är i färd med att ersätta traditionella mandat för aktiv förvaltning med en kombination av kostnadseffektiv passiv förvaltning och renodlat aktiva mandat som inte får tillgodogöra sig marknadens underliggande utveckling utan måste prestera ett positivt resultat i kronor och ören. Från fondens sida har meddelats att alla avtal med traditionella aktiva aktieförvaltare ska sägas upp under 2009 och ersättas av sådana specialiserade mandat som finansierar sina egna kostnader. Det bör vara angeläget att verksamheten renodlas och att inslaget av aktiv förvaltning ses över, bl.a. mot bakgrund av fondens historik. Det är också en viktig signal till marknaden när Sjunde AP-fonden har förändrat verksamheten i en sådan riktning. Det förmår emellertid inte åtgärda de risker som exemplet ovan visar är förbundna med passiv förvaltning genom förvärv av komplexa finansiella instrument.

Regeringens bedömning: Första–Fjärde och Sjunde AP-fonderna har genomfört riktlinjerna för miljö och etik på ett bra sätt. Det hindrar inte att arbetet med miljö och etik kan utvecklas ytterligare, bl.a. genom en tydligare värdegrund som lämpligen utformas med stöd av det för Första–Fjärde AP-fonderna gemensamma Etikrådet.

Riktlinjerna för miljö och etik är emellertid inte ensamt avgörande för att upprätthålla allmänhetens förtroende för verksamheten. AP-fonderna har därför, i likhet med andra institutionella investerare, skäl att närmare uppmärksamma också andra förutsättningar som främjar trovärdighet och, i förlängningen, förtroende, bl.a. kompetens, öppenhet och integritet.

Ersättningsvillkor har viktiga förtroendedimensioner. Regeringen har funnit det lämpligt att fastställa särskilda riktlinjer för AP-fondernas styrelser i frågor som rör anställningsvillkor.

AP-fonderna ska vara inbördes oberoende och konkurrera med varandra när det gäller placeringsverksamheten. Det utesluter inte samarbete inom andra områden, med syfte att sänka kostnaderna. Första–Fjärde AP-fonderna, i första hand, bör inleda ett gemensamt arbete för att närmare undersöka inom vilka områden som kostnader för bl.a. IT och administration kan sänkas genom samarbete, i enlighet med lagen (2000:192) om AP-fonder och dess förarbeten. Det är angeläget att de möjligheter till samarbete som lagen medger också utnyttjas, till nytta för pensionssystemet.

Regeringens skrivelse för perioden t.o.m. 2007: I likhet med tidigare år tar Första–Fjärde AP-fonderna ett adekvat ansvar som ägare i börsbolag och förvaltar den tillgång som rösträtten motsvarar, till långsiktig nytta för pensionssystemet.

Kommitténs förslag: Kommittén om AP-fondernas etik- och miljöansvar lämnar ett antal förslag (SOU 2008:107) som berör dels fondernas arbetssätt, dels fondernas uppdrag och styrning, dvs. frågor som berör huvudmannen snarare än AP-fonderna. Medan den förra typen av synpunkter är relevant i samband med denna utvärdering förutsätter förslagen som berör fondernas uppdrag och styrning i de flesta fall lagändring som inte kan behandlas inom ramen för en skrivelse till riksdagen. Dessa förslag måste därför anstå i avvaktan på ett framtida lagstiftningsarbete.

Det är ett grundläggande etiskt mål för AP-fonderna att genom hög avkastning bidra till pensionssystemets finansiering. Beträffande fondernas arbetssätt föreslår kommittén därutöver att AP-fonderna utvecklar en värdegrund som bygger på det aktörsperspektiv som präglar regeringsformen, dvs. en strävan att stödja människors förmåga att uppträda som handlande individer genom att främja frihet och välbefinnande. I detta innefattas också att säkerställa en god miljö för nuvarande och kommande generationer. Kommittén föreslår därutöver att Första–Fjärde AP-fonderna ska arbeta med miljö och etik i förvaltningsverksamheten på ett mer integrerat sätt, att tillräckliga resurser ska tillföras arbetet med miljö och etik, att fonderna ska

samverka i ökad utsträckning och att de ska arbeta aktivt med frågor som rör bolagsstyrning, bl.a. när det gäller ersättningsvillkoren i portföljbolagen. Bristande transparens i samband med AP-fondernas dialog med portföljbolagen kan hanteras genom att fondernas styrelser, som har ett förtroendeuppdrag från regeringen, tar särskilt ansvar för hur dialogerna med portföljbolagen utformas och hanteras.

En annan fråga som inte kräver lagändring är kommitténs förslag att AP-fondernas arbete med miljö och etik ska utvärderas regelbundet inom ramen för regeringens årliga utvärdering av AP-fondernas verksamhet.

Remissinstanserna: Förslaget att fonderna ska utveckla en värdegrund tillstyrks av *Sjunde AP-fonden*, *Kommunalspensionärernas förbund* och *Landsorganisationen (LO)* medan *Riksgäldskontoret* och *Försäkringskassan* anser att värdegrunden bör definieras närmare av statsmakterna. *Första*, *Tredje* och *Fjärde AP-fonderna* i likhet med *Svenskt Näringsliv* och *Tjänstemännens Centralorganisation (TCO)* förordar det rådande arbetssättet som utgår från internationella konventioner som Sverige har undertecknat.

En mer integrerad förvaltning, som innebär att hänsynen till miljö och etik samordnas med den löpande förvaltningen, tillstyrks av *Sveriges Aktiesparares Riksförbund (Aktiespararna)*, *TCO* och *SACO* medan *Tredje AP-fonden* pekar på svårigheter att påverka externa förvaltare, särskilt riskkapitalfonder. *Fjärde AP-fonden* anser att endast sådana hänsyn kan tas som bidrar positivt till avkastningen. *Sveriges Finansanalytikers Förening (SFF)* anser att hållbarhetsfrågorna inte får vara överordnade det aktiva analys- och placeringsarbetet.

Första, *Tredje* och *Fjärde AP-fonderna* anser att behovet av resurser är en fråga för fondernas styrelser att besluta om. *Försäkringskassan* anser att kostnaderna för att ta hänsyn till miljö och etik bör bekostas av fonderna gemensamt, alternativt av staten.

Utvidgat samarbete mellan AP-fonderna om miljö och etik tillstyrks av *Riksgäldskontoret*, *Försäkringskassan* och *Fjärde AP-fonden* medan *Första AP-fonden* anser att detta inte är nödvändigt.

Angående förslaget att AP-fondernas styrelser ska ta ett särskilt ansvar för fondernas dialoger med portföljbolagen anser *Första* och *Tredje AP-fonderna* att styrelserna har delegerat detta ansvar till fondernas ledning och att det inte bör ändras. *Fjärde AP-fonden* anser att ersättningsfrågorna är bolagsstyrelsernas ansvar. *Aktiespararna* förordar ökad genomlysning av fondernas aktiviteter som ägare. *Svenskt Näringsliv* avstyrker att fonderna ska ha en roll som aktiva ägare medan *TCO* och *LO* tillstyrker att fonderna utvecklar en tydligare ägarroll.

TCO och *LO* tillstyrker att AP-fondernas arbete med miljö, etik och bolagsstyrning utvärderas regelbundet medan *Tredje* och *Fjärde AP-fonderna* anser att en sådan utvärdering inte bör göras varje år utan med längre tids mellanrum.

Bland övriga remissynpunkter märks bl.a. *Riksgäldskontorets* synpunkt att allmänhetens förtroende för AP-fonderna inte bara sammanhänger med fondernas arbete med miljö och etik utan också med fondernas långsiktiga förvaltningsresultat och med kostnaderna för AP-fondernas förvaltning.

Skälen för regeringens bedömning: Finansutskottet uttalade hösten 2004 att bl.a. AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik borde utvärderas i

särskild ordning (bet. 2004/05:FiU6 s. 18). Regeringen återkom till frågan i skrivelsen till riksdagen med utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2001–2005 med utfästelsen att initiera en utvärdering i form av en offentlig utredning (skr. 2005/06:210 s. 53). Efter viss fördröjning beslutade regeringen kommittédirektiv i november 2007. På den grunden tillsatte kommun- och finansmarknadsministern en tremannakommitté. I november 2008 redovisade kommittén betänkandet Etiken, miljön och pensionerna (SOU 2008:107) som därefter har remissbehandlats.

Enligt direktiven skulle kommittén undersöka omfattningen och utformningen av kapitalförvaltning som tar miljömässiga och etiska hänsyn bland större pensionsfonder i Sverige och utomlands, bedöma konsekvenserna av att bedriva kapitalförvaltning med sådan inriktning, utreda den praktiska innebörden av kravet att AP-fonderna ska uppbära allmänhetens förtroende och mot den bakgrunden utvärdera AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik.

Av kommitténs kartläggning framgår bl.a. att omfattningen av ansvarsfulla investeringar har ökat starkt över tid och motsvarade 18 procent av förvaltad kapital i 13 europeiska länder 2007 (betänkandet s. 42). Konsekvenserna av att bedriva en ansvarsfull investeringsverksamhet är svåra att belysa entydigt. Kommittén konstaterar dock att det finns mer som tyder på att konsekvenserna för avkastningen är positiva än motsatsen och att det därför inte kan anses stå i motsats till målet om hög avkastning att ta hänsyn till miljö och etik i förvaltningsverksamheten (betänkandet s. 77 f.). Konsekvenserna för portföljbolags arbete med miljö och etik visade sig vara än svårare att belysa, bl.a. genom en brist på relevanta forskningsresultat. Kommittén lät därför göra en undersökning bland svenska bolag som vittnar om betydelsen av att stora ägare ställer frågor om bolagens arbete med hållbarhetsfrågor. Däremot har det inte gått att fastslå entydiga effekter av AP-fondernas insatser som ägare, vilket bl.a. kan ha samband med undersökningens utformning genom intervjuer med företrädare för portföljbolagen (betänkandet s. 81 f.).

Kommittén utredde den praktiska innebörden av att uppbära allmänhetens förtroende med utgångspunkt i en sydafrikansk förtroendekommission (betänkandet s. 86 f.). Kommittén konstaterar inledningsvis att förtroende är en avgörande faktor i all finansiell verksamhet, i synnerhet när det gäller långsiktigt sparande. I förhållandet mellan en pensionsfond och dess förmånstagare är pensionsfonden en starkare part. Pensionsfonden har ett avgörande inflytande över fondens förvaltning medan förmånstagarna snarast befinner sig i beroendeställning (förvaltningsresultaten bestämmer de sparade medlens värde). Ett beroende som detta kan hanteras genom kontroll eller förtroende. Om kontrollen inte är fullständig måste förtroende ta vid. Förtroende, i sin tur, kan inte anskaffas på direkt väg utan endast främjas genom ett trovärdigt uppträdande. Trovärdighet, slutligen, underbyggs av fyra egenskaper:

- kompetens,
- öppenhet,
- integritet och
- välvilja (eng. *benevolence*).

AP-fonderna, i likhet med andra institutionella investerare, har goda skäl att främja en organisationskultur som låter dessa fyra karaktistika komma till fullt uttryck. Att kompetens är en viktig förutsättning för trovärdighet säger sig självt. AP-fonderna, lika litet som någon annan, kan bedriva verksamhet för vilken man saknar tillräcklig kompetens. Kravet på öppenhet gör sig gällande i samband med ekonomisk rapportering, uppdatering av webbplatser och andra former av utåtriktad kommunikation. En öppen redovisning av verksamheten främjar trovärdighet och är därför ett starkt krav. Brister i andra avseenden kan inte döljas genom ofullständig redovisning utan måste angripas direkt. Integritet måste tolkas med utgångspunkt i uppdraget, dvs. AP-fondernas mål att vara till nytta för pensionssystemet. För att förekomsten av integritet ska gå att bedöma måste allmänheten upplysas om att AP-fonderna värnar om uppdraget och om hur detta kommer till uttryck. Kravet på välvilja erbjuder en koppling till AP-fondernas riktlinjer för miljö och etik, som i sin tur klargör att fonderna fullgör sitt uppdrag inom anständighetens ramar och att kravet på hög avkastning inte tillgodoses med vilka metoder som helst. Ett målmedvetet och uthålligt arbete för att förbättra trovärdigheten är ett bra sätt att upprätthålla allmänhetens förtroende. Även om riktlinjerna för miljö och etik är ett viktigt inslag i detta arbete är de, som *Riksgäldskontoret* påpekar, inte ensamma avgörande för att allmänhetens förtroende för fondernas verksamhet ska upprätthållas.

Kommitténs bedömning att riktlinjerna för miljö och etik är genomförda på ett bra sätt hindrar inte att de kan utvecklas och förtydligas, bl.a. genom att fonderna utvecklar en värdegrund. Som kommittén föreslår kan ett sådant arbete ta sin utgångspunkt i det aktörsperspektiv som präglar regeringsformen. Detta kan sammanfattas som en strävan att stödja människors förmåga att uppträda som handlande individer genom att främja frihet och välbefinnande. Som kommittén påpekar behöver en tydlig värdegrund inte stå i konflikt med den utgångspunkt för arbetet med miljö och etik som AP-fonderna hittills har arbetat med, dvs. internationella konventioner som Sverige har undertecknat. Som påpekats av bl.a. *Första*, *Tredje* och *Fjärde AP-fonderna* har konventionsgrunden fördelen att vara erkänd och accepterad bland internationella investerare, vilket möjliggör samverkan med andra aktieägare som i sin tur bidrar till ökat ägarinflytande. Nackdelen är att konventionerna är ganska många (ca 140) och att de till viss del är resultatet av kompromisser. En mer betydande nackdel är den ringa vägledning för utåtriktad kommunikation som konventionerna erbjuder. En konvention är antingen undertecknad av Sverige eller inte. Ett sådant konstaterande inbjuder inte till dialog om de underliggande förhållanden som bör vara det huvudsakliga skälet till fondernas agerande. Situationen kan bli mer problematisk om ett visst missförhållande inte omfattas av någon konvention som har undertecknats av Sverige och detta blir fondernas svar till en ifrågasättande allmänhet. Vid sådana tillfällen är ett mer utförligt svar motiverat, inte minst för att understryka fondernas kompetens, öppenhet, integritet och välvilja, dvs. trovärdighet.

En utvecklad värdegrund, i den riktning som kommittén föreslår, kan bidra till en mer fruktbar dialog med allmänheten och även ge vägledning i individuella fall. Detta utesluter inte att AP-fonderna också bevakar brott mot internationella konventioner och samverkar med andra investerare på denna grund. Det bör vara naturligt att förutsättningarna för samverkan med andra investerare varierar, beroende på vilket missförhållande som är aktuellt, oavsett om fonderna har utvecklat en värdegrund eller inte. Det faktum att en värdegrund inte ersätter, utan snarare kompletterar, den existerande konventionsgrunden tillgodoser invändningar också från *Svenskt Näringsliv* och *TCO*.

Riksgäldskontoret och *Försäkringskassan* föreslår att värdegrunden definieras av statsmakterna, bl.a. av det skälet att fonderna inte gärna kan ha olika värdegrunder. Samma resultat kan emellertid åstadkommas, med bevarad självständighet för fonderna, om Första–Fjärde AP-fonderna utvecklar en gemensam värdegrund inom ramen för samarbetet i Etikrådet. Det förefaller i så fall lämpligt att även Sjunde AP-fonden involveras i utvecklingsarbetet, bl.a. mot bakgrund av fondens tidiga bidrag att utveckla den nuvarande konventionsgrunden. Sjunde AP-fondens begränsade rätt att rösta för fondens svenska aktier utgör för övrigt inte något hinder mot att agera som aktiv ägare i förhållande till utländska bolag. Ett utvidgat samarbete mellan AP-fonderna tillgodoser remissynpunkter om ökat samarbete från *Riksgäldskontoret*, *Försäkringskassan* och *Fjärde AP-fonden*.

Kommitténs förslag att hänsynen till miljö och etik i ökad utsträckning ska integreras i den löpande förvaltningsverksamheten möter inga starka invändningar från remissinstanserna. *Fjärde AP-fonden* menar dock att endast sådana hänsyn ska tas som kan förväntas bidra positivt till avkastningen, vilket bör vara en överdrivet sträng tolkning av uppdraget. Fondernas övergripande mål att vara till nytta för pensionssystemet tillgodoses så länge hänsyn till miljö och etik inte påverkar fondernas långsiktiga avkastning negativt.

Kommittén föreslår att AP-fonderna avsätter tillräckliga resurser för arbetet med miljö och etik, bl.a. för att minska beroendet av enstaka externa konsulter. *Första*, *Tredje* och *Fjärde AP-fonderna* hänvisar till styrelsernas ansvar för verksamheten och behovet att göra avvägningar mot andra angelägna behov. Styrelserna är ensamma ansvariga för AP-fondernas förvaltning, vilket inte hindrar sakligt motiverade synpunkter om att fonderna inte undgår ansvaret som ägare och att det kan motivera andra prioriteringar. Utvidgat samarbete kan vara en väg framåt, i enlighet med remissynpunkter från *Riksgäldskontoret* och *Försäkringskassan*.

LO och *TCO* anser att AP-fonderna bör utveckla en tydligare ägarroll som bl.a. inbegriper frågor om måttfulla och transparenta ersättningsvillkor i portföljbolagen. *Svenskt Näringsliv* menar att AP-fonderna inte ska dra sig för en dialog med bolagen i ägarstyrningsfrågor, inklusive ersättningsvillkoren, men att hänsynen till miljö och etik inte ska föranleda att AP-fonderna aktiverar sig ytterligare som ägare av börsbolag eftersom de, som institutionella investerare, saknar tillräckliga resurser eller kompetens på området. *Aktiespararna* trycker på behovet av genomlysning av AP-fondernas samverkan med andra aktieägare och med portföljbolagen. *Första* och *Tredje*

AP-fonderna anser att dialogen med portföljbolagen bör kunna fortsätta som hittills, utan att styrelserna engagerar sig specifikt i saken. Eftersom AP-fonderna är viktiga ägare av börsbolagen undkommer de inte det ansvar som följer med ägandet. Det är uppenbart att ett mått av öppenhet är av nöden, dels för att detta gagnar fondernas trovärdighet i sig, dels för att allmänheten annars inte gärna kan få en bild av hur dialogen bedrivs, om detta sker med kompetens och integritet – andra viktiga förutsättningar för trovärdighet och förtroende. Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna redogör för sitt arbete i ägarfrågor i fondernas årsredovisningar. Tre av fyra fonder lämnar dessutom separata ägar rapporter efter avslutad bolagsstämmosäsong. Det finns därmed en god grund att bygga vidare på.

Mot bakgrund av ersättningsvillkorens stora betydelse för allmänhetens förtroende har regeringen beslutat om separata riktlinjer för anställningsvillkor i AP-fonderna, som bl.a. minskar utrymmet för rörlig lön. Genom regeringens skrivelse med redovisning av AP-fondernas verksamhet år 2000 uttalade den dåvarande regeringen att regeringens policy för bonusprogram i statliga bolag även bör vara vägledande för hur AP-fondernas bonusprogram utformas (skr. 2000/01:131 s. 48). De nya riktlinjerna syftar till att tydliggöra en ordning som har varit rådande sedan 2001. Riktlinjerna utgör en del av regeringens policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna (bilaga 1).

Riktlinjerna inkräktar inte på pensionsöverenskommelsen, som ligger fast. Det övergripande målet är och förblir hög långsiktig avkastning. AP-fonderna ska inte ta näringspolitiska eller ekonomisk-politiska hänsyn. Regeringen har inte heller någon avsikt att detaljstyra fonderna.

Rollen som aktieägare medför emellertid ansvar. Hur AP-fonderna använder detta ansvar har stor betydelse för allmänhetens förtroende, särskilt mot bakgrund av det rådande, svåra samhällsekonomiska läget. Riktlinjerna riktar sig till AP-fondernas styrelser som har att inom ramen för de mål för placeringsverksamheten som lagstiftningen anger omsätta riktlinjerna på ett ansvarsfullt sätt.

I riktlinjerna uttalas vidare bl.a. att AP-fonderna ”i dialog med övriga ägare” ”bör” ”verka för att riktlinjerna tillämpas så långt som möjligt” också i de företag som AP-fonderna äger. Formuleringarna klagör att fondernas styrelser har det nödvändiga utrymmet att göra egna avvägningar.

AP-fonderna är självständiga i förhållande till varandra och i förhållande till regeringen. AP-fondernas styrelser är ensamma ansvariga för verksamheten. AP-fondernas långtgående självständighet ställer krav på att verksamheten bedrivs effektivt. Det bör vara tydligt för allmänheten att så sker. Styrelsernas frihet att själva besluta om verksamhetens finansiering, med medel som tillhör pensionsystemet, motiverar också att fondernas medelsanvändning ingår som en naturlig del av regeringens utvärdering. Regeringen har i år särskilt uppmärksammat detta i relation till resultatet och kostnaderna för fondernas operativa förvaltning. Kostnader för förvaltning som inte uppnår önskvärt resultat riskerar att undergräva förtroendet för verksamheten, genom att pensionssystemet belastas med kostnader som i efterhand framstår som omotiverade. På detta sätt finns en koppling

mellan kostnaderna för fondernas förvaltning av pensionsmedlen och förtroendet för verksamheten.

Det kan vidare noteras att Första–Fjärde AP-fonderna hittills inte har utnyttjat de möjligheter till kostnadsbesparande samarbete som lagen medger. Första–Fjärde AP-fonderna genomförde under 2006 en gemensam upphandling av analystjänster och rådgivning för genomförandet av fondernas riktlinjer för miljö och etik. På den gemensamma grund som blev resultatet av upphandlingen etablerade Första–Fjärde AP-fonderna det gemensamma Etikrådet, som ett organ för samverkan inom miljö- och etikområdet när det gäller utländska bolag. Etikrådet har nyligen lämnat en andra årsrapport.

Etikrådet är ett utmärkt exempel på samarbete. Som framgår av förarbetena till lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) utesluter inte fondernas inbördes oberoende i placeringsverksamheten att de samarbetar inom andra områden, om detta upplevs som kostnadseffektivt (prop. 1999/2000:46 s. 124). Som uttryckliga exempel på områden där samarbete bör vara möjligt anges administrativa tjänster, t.ex. värdepappersadministration, IT, ekonomi- och personaltjänster.

Av McKinseys rapport (bilaga 8) framgår bl.a. att Första–Fjärde AP-fonderna tillsammans hade 220 anställda vid utgången av 2008, varav 106 (mindre än hälften) avsåg placeringsverksamheten. Det förefaller därför uppenbart att det finns en outnyttjad potential för samarbete, som fonderna ännu inte har utnyttjat. Samarbetet kan ta formen av arbetsfördelning mellan fonderna eller gemensam upphandling av externa leverantörer av motsvarande tjänster.

Ett gemensamt arbete för att sänka kostnaderna utesluter inte fortsatt effektivisering av fondernas interna verksamhet.

Regeringen avser att inom ramen för utvärderingen av AP-fondernas förvaltning följa upp vilka initiativ i första hand Första–Fjärde AP-fonderna har tagit för att undersöka möjligheter till ytterligare samarbete i kostnadsbesparande syfte.

Kostnaderna för att administrera ålderspensionssystemet är i dag betydande. De har ökat markant sedan pensionsreformens genomförande. En bidragande orsak är kostnaderna för AP-fondernas förvaltning och ökningen av dessa kostnader till följd av de förändringar i regelverk som skedde i samband med pensionsreformen. Eftersom administrationskostnaderna för ålderspensionssystemet belastar pensionssystemet och därmed pensionerna, ska Pensionsgruppen överväga om det finns skäl att se över nuvarande regler för 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 revisorerens 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 pensions-systemets 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 2005 s. 7). 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 tio 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 hittills innehållit en uttrycklig gräns vid tolv år, efter vilken en ledamot inte längre har ansetts vara oberoende i förhållande till bolaget och dess ledning. Denna uttryckliga gräns är nu på väg att ersättas av börsreglernas mer allmänna skrivningar om att mer än hälften av stämموvalda styrelseledamöter ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen och att frågan ska avgöras efter en samlad bedömning (Noteringskrav 4.1.4, OMX Nordic Exchange). 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 tio år ligger väl inom ramarna för vad som i andra sammanhang har ansetts rimligt för att upprätthålla ledamöternas oberoende och bidrar dessutom till att skapa rimliga förväntningar angående uppdragets slutliga varaktighet.

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

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

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

Regeringens utvärdering

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.

AP-fondernas mål har uttryckts i allmänna termer, vilket erbjuder särskilda utmaningar. Risker att regeringens utvärdering ska baseras på

skiftande utgångspunkter och av denna anledning brista i konsistens över tiden, är ett av motiven för en tydlig policy i dessa frågor. Det är lämpligt att fondernas resultat bedöms i ett långsiktigt perspektiv. Detta minskar uppmärksamheten på fondernas kortsiktiga utveckling och kan förväntas bidra till ökad självständighet i förvaltningsfrågor. Det är även önskvärt att styrelsernas strategiska beslut uppmärksammas och utvärderas i tillräcklig omfattning, eftersom dessa beslut erfarenhetsmässigt har stor betydelse för fondernas långsiktiga avkastning.

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.

Mot bakgrund av de kraftigt ökade administrationskostnaderna för ålderspensionssystemet har Regeringskansliet inlett en intern översyn av samtliga kostnader som belastar pensionssystemet och därmed pensionerna, vilket inkluderar kostnaderna för buffertfondernas förvaltning. Regeringen avser att vid behov föreslå ytterligare åtgärder för att förbättra AP-fondernas kostnadseffektivitet (skr. 2004/05:130 s. 67).

När det gäller AP-fondernas redovisningsprinciper bör dessa överensstämja 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, i enlighet med god praxis för avgiftsbestämda pensionslösningar (*OECD guidelines for pension fund governance*, OECD 2005, s. 18). Den avkastning som kommer pensionssystemet till del, dvs. med korrigering för både interna kostnader och externa provisionskostnader, bör vara en del av fondernas externa rapportering. Naturligtvis bör fondernas interna och externa kostnader själva ingå i den externa rapporteringen, med bevarad jämförbarhet bakåt i tiden.

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

Inledning

AP-fondernas tillgångar utgör statliga medel som i lag har avsatts till sådan särskild förvaltning som anges i 9 kap. 8 § regeringsformen. AP-fondernas styrelser, som utses av regeringen, ansvarar för AP-fondernas förvaltning. Rollen som förvaltare av statliga pensionsmedel medför krav på att AP-fonderna uppbär allmänhetens förtroende. Regeringen har sedan 2001 uttalat att regeringens riktlinjer för incitamentsprogram i statliga bolag även bör vara vägledande för AP-fonderna (skr. 2000/01:131 s. 48). Mot bakgrund av ersättningsvillkorens stora betydelse för allmänhetens förtroende anser regeringen att särskilda riktlinjer bör gälla för AP-fondernas styrelsearbete i frågor som rör anställnings- och ersättningsvillkor.

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

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

Tillämpningsområde

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

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

Styrelsens ansvarsområde

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

Av styrelsens riktlinjer ska bland annat framgå

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

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

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

Ersättningsprinciper

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

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

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

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

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

Definitioner

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

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

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

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

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

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