

Regeringens skrivelse

1999/2000:132

Skr. 1999/2000:132

Redovisning av Allmänna pensionsfondens verksamhet år 1999

Skr.
1999/2000:132

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 25 maj 2000

Göran Persson

Bosse Ringholm
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

Regeringen lämnar i skrivelsen en redovisning av Allmänna pensionsfondens verksamhet under år 1999. I redovisningen ingår bl.a. en sammanställning av fondstyrelsernas årsredovisningar, en sammanfattning av fondstyrelsernas utvärdering av den egna medelsförvaltningen samt regeringens utvärdering av fondstyrelsernas förvaltning av fondkapitalet. I likhet med föregående år har regeringen anlitat extern utvärderingsexpertis för att få ett bättre underlag för skrivelsen.

Sammanställningen av fondstyrelsernas årsredovisningar visar att det marknadsvärderade resultatet för hela AP-fonden under verksamhetsåret, var 77,0 miljarder kronor. Avgiftsunderskottet i pensionssystemet uppgick under året till 29,8 miljarder kronor. De administrativa avgifterna var 0,8 miljarder kronor. Under år 1999 har en inleverans till staten på 45 miljarder kronor medfört att fondkapitalet reducerats i motsvarande mån. Sammantaget innebär detta att det totala fondkapitalet ökade med 1,4 miljarder kronor till 746,7 miljarder kronor. För år 1999 har första-sjätte fondstyrelsernas totala kapital nominellt avkastat 10,2 %. Den reala avkastningen har för år 1999 varit 8,8 %. Den genomsnittliga årliga nominella avkastningen för femårsperioden 1995–1999 uppgick för första-femte fondstyrelserna till 11,8 %. För perioden blev den årliga reala avkastningen 11,0 %. Detta får anses vara en mycket hög realavkastning sett över en längre period.

Fondstyrelsernas åtagande ligger långt fram i tiden och placeringshorisonten är följaktligen långsiktig. Därav följer att regeringens utvärdering även bör göras över en längre tidsperiod. Fondernas resultat utvärderas därför under rullande femårsperioder.

För perioden 1995–1999 har *första–tredje fondstyrelserna* uppfyllt sitt mål att realvärdesäkra kapitalet. För år 1999 har emellertid målet att realvärdesäkra fondkapitalet inte uppfyllts. Första–tredje fondstyrelserna uppvisade under det senaste året en negativ realavkastning på –0,6 %. Beträffande den utländska nominella portföljen menar regeringen att det är olyckligt att första–tredje fondstyrelserna inte preciserat huruvida man avser att överträffa ett valutasäkrat eller ett icke-valutasäkrat index.

Regeringen anser att *fjärde och femte fondstyrelsernas* målformuleringar i stort är välavvägda. Beträffande fondernas förvaltningsresultat konstaterar regeringen att ingen av fonderna i sin totala förvaltning för femårsperioden lyckats nå de uppsatta målen. För år 1999 har emellertid fjärde fondstyrelsen uppnått sitt mål att överträffa ett kombinerat index. Femte fondstyrelsen har avkastat sämre än sitt jämförelseindex. I riskjusterade termer avkastade båda fondstyrelserna i nivå med sina respektive jämförelseindex. Regeringen konstaterar att femte fondstyrelsen i fråga om utlandsinvesteringar enbart valt att exponera sig mot Europa. En sådan snäv tolkning av placeringsmandatet bör åtföljas av en väl definierad strategi. Samtidigt har regeringen förståelse för att fondstyrelsen är under uppbyggnad och att en exponering gentemot hela världen i övrigt då kan vara svår att uppfylla.

Sjätte fondstyrelsen har sedan slutet av år 1996 bedrivit verksamhet. Därför är det ännu för tidigt att dra några välgrundade slutsatser om förvaltningsresultatet. Regeringen ser positivt på att det inför år 1999 utarbetats ett avkastningsmål för totalportföljen. Regeringen anser emellertid att målet för kapitalförvaltningen är relativt lågt satt. Avseende förvaltningen för år 1999 underavkastade fonden i jämförelse med index. Vidare anser regeringen att fonden bör utnyttja de riskspridningsmöjligheter som ges genom att sprida investeringar i onoterade innehav till företag i varierande mognadsfaser. Regeringen menar därtill att det vore önskvärt med en renodling av portföljerna för noterade och onoterade innehav.

Första–femte fondstyrelsernas avkastning (nominellt i%)

	1999	1998	1997	1996	1995	1995- 1999 (år)
Första–tredje fondstyrelserna	0,7	10,1	6,4	13,9	15,0	9,1
Fjärde fondstyrelsen	64,7	8,7	28,6	38,0	20,0	30,7
Femte fondstyrelsen	53,1	5,3	31,3	42,0	23,4	30,0
<i>Totalt första-femte fondstyrelserna</i>	<i>9,3</i>	<i>9,7</i>	<i>8,7</i>	<i>16,0</i>	<i>15,4</i>	<i>11,8</i>

1 Inledning	5
2 AP-fondens verksamhet och organisation m.m.....	6
2.1 Historik	6
2.2 Det reformerade ålderspensionssystemet.....	6
2.3 Den sjunde fondstyrelsen.....	7
2.4 De fyra nya buffertfonderna.....	8
2.5 Förändringar i AP-fondens reglemente under den senaste femårsperioden	10
2.5.1 Förändringar i AP-fondens reglemente under år 1995.....	10
2.5.2 Förändringar i AP-fondens reglemente under år 1996.....	10
2.5.3 Förändringar i AP-fondens reglemente under år 1997.....	11
2.5.4 Förändringar i AP-fondens reglemente under år 1998.....	11
2.5.5 Förändringar i AP-fondens reglemente under år 1999.....	12
3 AP – fondens samlade resultat	13
3.1 Bakgrund och grundläggande termer.....	13
3.2 Utvecklingen på de finansiella marknaderna under år 1995–1999	15
3.2.1 Ränteutvecklingen.....	15
3.2.2 Börsutvecklingen.....	17
3.3 AP-fondens resultat i siffror.....	19
4 Sammanfattning av fondstyrelsernas resultat och resultat- uppföljningar.....	23
4.1 Första–tredje fondstyrelserna.....	23
4.1.1 Sammanfattning av första–tredje fondstyrelsernas resultatuppföljning	25
4.2 Fjärde, femte och sjätte fondstyrelserna	29
4.2.1 Sammanfattning av fjärde fondstyrelsens resultatuppföljning	30
4.2.2 Sammanfattning av femte fondstyrelsens resultatuppföljning	33
4.2.3 Sammanfattning av sjätte fondstyrelsens resultatuppföljning	34
5 Regeringens utvärdering av fondstyrelsernas verksamhet.....	38
5.1 Utvärdering av första–tredje fondstyrelserna.....	38
5.1.1 Första–tredje fondstyrelsernas mål och placeringsinriktning.....	38
5.1.2 Första–tredje fondstyrelsernas förvaltning.....	40
5.2 Utvärdering av fjärde och femte fondstyrelserna.....	44
5.2.1 Fjärde och femte fondstyrelsernas mål.....	44
5.2.2 Fjärde och femte fondstyrelsernas förvaltning.....	46
5.3 Utvärdering av sjätte fondstyrelsen	50
5.3.1 Sjätte fondstyrelsens mål.....	50

5.3.2 Sjätte fondstyrelsens förvaltning	51	Skr. 1999/2000:132
6 Fastställande av balansräkning	54	
Bilaga 1 Årsredovisning första–tredje fondstyrelserna		
Bilaga 2 Årsredovisning fjärde fondstyrelsen		
Bilaga 3 Årsredovisning femte fondstyrelsen		
Bilaga 4 Årsredovisning sjätte fondstyrelsen		
Bilaga 5 Årsredovisning sjunde fondstyrelsen		
Bilaga 6 Utvärdering av William M. Mercer AB		
Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 25 maj 2000.....		

Medelsförvaltningen inom Allmänna pensionsfonden (AP-fonden) handhas av sju fondstyrelser. Fondstyrelsernas verksamhet regleras i lagen (1983:1092) med reglemente för Allmänna pensionsfonden (APR).

Fondstyrelserna skall årligen till regeringen överlämna dels en årsredovisning och en revisionsberättelse, dels en egen utvärdering av sin förvaltning av fondmedlen (resultatuppföljning), som skall ha sin utgångspunkt i de närmare mål för placeringsverksamheten som respektive styrelse har fastställt. Regeringen skall sedan göra en sammanställning av fondstyrelsernas årsredovisningar och en utvärdering av styrelsernas förvaltning av fondkapitalet. Sammanställningen, fondstyrelsernas årsredovisningar och regeringens utvärdering skall överlämnas till riksdagen.

Samtliga fondstyrelser har överlämnat sina årsredovisningar för år 1999 till regeringen, se bilagorna 1–5. Vidare har fondstyrelserna överlämnat sina resultatuppföljningar.

I skrivelsen lämnar regeringen i avsnitt 2 en redogörelse för AP-fondens verksamhet och organisation. I avsnitt 3 redovisas det samlade resultatet för hela AP-fonden och i avsnitt 4 ges en sammanfattning av resultaten på fondstyrelsenivå och fondstyrelsernas egna resultatuppföljningar. Därefter följer i avsnitt 5 regeringens utvärdering av medelsförvaltningen. Även i år har regeringen anlitat extern expertis, William M. Mercer, för att erhålla ett underlag för utvärderingen. Mercers utvärdering finns i bilaga 6.

Begränsade delar av den externa rapporten har utelämnats. I dessa delar bygger rapporten på uppgifter som erhållits från fondstyrelserna och för vilka enligt styrelsen sekretess gällt enligt 6 kap. sekretesslagen (1980:100). Regeringen har i skrivelsen saknat anledning att frångå detta ställningstagande.

Den sjunde fondstyrelsen har inte förvalt några medel under år 1999. Någon utvärdering av den sjunde fondstyrelsens verksamhet görs därför inte detta år.

2 AP-fondens verksamhet och organisation m.m.

Skr. 1999/2000:132

2.1 Historik

AP-fonden bildades i samband med att lagstiftningen om allmän tilläggs-pension trädde i kraft år 1960 (prop. 1959:100, Särsk. U 1, rskr. 269, SFS 1959:293). Trots att 1960 års pensionsreform utformades som ett rent fördelningssystem (dvs. varje års pensioner finansieras genom avgifter på den aktiva befolkningens inkomster under samma år) fann man det motiverat att en betydande fondbildning kom till stånd.

När avgiftsuppbörden till Allmänna tilläggs-pensionen (ATP) i form av arbetsgivaravgifter inleddes år 1960 uppdrogs förvaltningen åt tre fondstyrelser; första, andra och tredje fondstyrelserna. Fondstyrelserna skulle enligt lagen huvudsakligen placera medlen i svenska räntebärande värdepapper. Sedan år 1988 får första–tredje fondstyrelserna även placera i fastigheter. Första–tredje fondstyrelserna har sedan AP-fondens tillkomst haft ett gemensamt kansli som sköter förvaltningen. Det är vidare styrelsernas uppgift att tillhandahålla de medel som behövs för utbetalning av ATP-pensionerna inklusive kostnaderna för administrationen av ATP-systemet.

För att bredda AP-fondens placeringsmöjligheter till att omfatta även aktier och andra värdepapper på riskkapitalmarknaden inrättades en fjärde fondstyrelse år 1974 och en femte fondstyrelse år 1988. Vidare inrättades den 1 juli 1996 en sjätte fondstyrelse som fick till uppgift att placera på riskkapitalmarknaden. Sjätte fondstyrelsens placeringsregler är utformade så att de ger utökade möjligheter att göra investeringar som tar sikte på små och medelstora företag. Fjärde–sjätte fondstyrelserna har separata förvaltningar och kanslier. Sjätte fondstyrelsen har sitt huvudkontor i Göteborg.

Sjunde fondstyrelsen bildades den 1 juli år 1998. I sjunde fondstyrelsen skall Premiesparfonden och Premievalsfonden förvaltas, se vidare avsnitt 2.3.

Riksdagen fattade i juni 1998 beslut om en genomgripande reformering av det allmänna pensionssystemet. En kortfattad beskrivning av ålderspensionsreformen återfinns nedan.

2.2 Det reformerade ålderspensionssystemet

År 1998 fattade riksdagen beslut om det reformerade ålderspensionssystemet (prop. 1997/98:151 och 152, bet. 1997/98:SfU14, rskr. 1997/98:315 och 320). Det reformerade ålderspensionssystemet har två huvuddelar, dels en inkomstgrundad ålderspension, dels ett grundskydd i form av en garantipension. Den inkomstgrundade ålderspensionen består i sin tur av dels inkomstpension från ett fördelningssystem, dels premiepension från ett fonderat system (premiepensionssystemet).

Riksdagens beslut att reformera det allmänna ålderspensionssystemet berör i flera avseenden AP-fondens framtida roll och utveckling. Reformen syftar till att göra ålderspensionssystemet mer följsamt mot den

samhällsekonomiska och demografiska utvecklingen samt att stärka sambandet mellan ålderspensionsförmånerna och inkomsterna som yrkesaktiv. Därmed skapas ett i finansiellt hänseende mer robust ålderspensionssystem. Ålderspensionssystemet kommer efter reformen att uppvisa en högre grad av finansiell stabilitet än vad som tidigare gällt. Det kvarstår dock risker att betydande underskott kan uppkomma under förhållandevis långa perioder, bl.a. till följd av en ur pensionssystemets synvinkel oförmånlig demografisk utveckling. De kvarstående finansiella riskerna hänger bl.a. samman med att pensionsförmånernas värdeuppräkningsknytning till utvecklingen av den genomsnittliga inkomsten i stället för inkomstsommen, som bestämmer avgiftsinkomsternas utveckling. Vidare sker anpassningen till förändringar i medellivslängd med lång tidsefterläpning.

För att kompensera för de finansiella riskerna kommer det nya pensionssystemet att innehålla en mekanism, en s.k. automatisk balansering, som innebär att utgående pensioner reduceras i situationer då det annars föreligger risk för varaktigt stora underskott i systemet. Denna automatiska balansering träder i kraft om systemets totala pensionsskuld, definierad som summan av intjänad pensionsrätt, överstiger det sammanlagda värdet av avgiftsförmögenheten (dvs. värdet av framtida avgiftsinbetalningar) och buffertfondernas behållning (behållningen utanför sjunde fondstyrelsen). Om avgiftsförmögenheten tillsammans med kapitalet i buffertfonderna överstiger pensionsskulden vid en senare tidpunkt sker en kompenserande extra indexuppräknings av pensionsförmånerna, dock högst till dess att indexeringen återfår det värde den skulle haft om den automatiska balanseringen inte hade aktiverats. Genom denna konstruktion kan storleken på buffertfondernas behållning i vissa fall komma att få betydelse för uppräknings av pensionsförmånerna.

Medel skall också kunna föras tillbaka till de försäkrade från AP-fondssystemet i det fall pensionssystemets tillgångar varaktigt bedöms överstiga pensionsskulden. En sådan situation kan t.ex. uppkomma om avgiftsunderlaget skulle växa väsentligt snabbare än genomsnittsinkomsten till följd av att befolkningen växer. En annan möjlighet är att avkastningen utvecklas starkt i förhållande till bl.a. inkomstillväxten. I dag finns ingen färdigutvecklad modell för att bestämma vid vilken ekonomisk styrka i pensionssystemet en återföring till de försäkrade blir aktuell.

2.3 Den sjunde fondstyrelsen

En del i det reformerade ålderspensionssystemet skall alltså utgöra ett fonderat system. I premiepensionssystemet har varje enskild pensionssparare möjlighet att själv bestämma över placeringen av de medel som fonderas för den enskildes räkning. För dem som inte anmäler något val av fond till Premiépensionsmyndigheten har det inrättats en sjunde fondstyrelse inom AP-fonden.

Sjunde fondstyrelsen bildades den 1 juli år 1998 och kallas nu Sjunde AP-fonden. Fondstyrelsen skall förvalta det sparande som härrör från de

som inte aktivt valt en förvaltare av sina premiepensionsmedel. Dessa medel skall förvaltas i den s.k. Premiesparfonden. Det skall även vara möjligt att aktivt välja en förvaltning hos sjunde fondstyrelsen för premiepensionsmedel. Sistnämnda medel kommer att förvaltas åtskilt från Premiesparfondens i den s.k. Premievals-fonden (se prop. 1999/2000:12 Statlig förvaltning av premiepensionsmedel, m.m.). Fondstyrelsen har ännu inte erhållit några medel, utan bedriver enbart uppbyggnadsverksamhet, som finansieras med lån i Riksgäldskontoret. Det första valet av placering av medel i premiepensionssystemet kommer att göras under hösten år 2000. Då kommer också den första överföringen av premiepensionsmedel att ske (prop. 1998/99:98).

Sjunde AP-fonden skall liksom övriga fondstyrelser årligen till regeringen överlämna dels en årsredovisning och en revisionsberättelse, dels en resultatuppföljning. Regeringens sammanställning av fondstyrelsernas årsredovisningar och utvärdering av deras skall således också omfatta sjunde fondstyrelsen. Den sjunde fondstyrelsen har inte förvalt några medel under år 1999. Någon utvärdering av den sjunde fondstyrelsens verksamhet görs därför inte detta år.

2.4 De fyra nya buffertfonderna

AP-fondernas huvuduppgift i det reformerade ålderspensionssystemet är att utgöra buffertfond för den inkomstrelaterade ålderspensionens fördelningsdel. Av de totala avgifterna förs ett belopp motsvarande pensionsrätten i fördelningssystemet, dvs. för personer som helt omfattas av nya regler 16,0 % av avgiftsunderlaget, till AP-fonderna. AP-fonderna finansierar den inkomstrelaterade ålderspensionen oavsett om den är beräknad enligt nuvarande eller det reformerade systemets regler. Om det uppkommer avgiftsöverskott skall således dessa föras till AP-fonden. På motsvarande sätt skall underskott mellan avgiftsintäkter och utbetalda pensioner täckas med medel från AP-fonden. Vidare täcks kostnaderna för ålderspensionssystemets administration av AP-fonderna.

ATP kommer att stå för en betydande del av det reformerade pensionssystemets finansiella belastning under lång tid. Ända fram till 2050-talet kommer ATP-systemet att stå för en inte försumbar del av den totala pensionsskulden och pensionsutgifterna. När ATP-systemet väl är utfasat kommer AP-fonderna enbart att ha betydelse för inkomstpensionen och fungera som en generationsbuffert för att hantera förändringar i den samhällsekonomiska utvecklingen och vissa demografiska svängningar. AP-fondernas främsta uppgift under de närmaste decennierna kan sägas vara att bidra till att upprätthålla utställda löften vad gäller ATP i form av ålderspension.

Den sparandefunktion som AP-fonden svarat för inom dagens pensionssystem minskar i betydelse genom införandet av premiepensionsdelen i det reformerade ålderspensionssystemet. AP-fonden kommer dock inledningsvis att uppvisa ett finansiellt överskott, varför fonden även i det reformerade ålderspensionssystemet kommer att ge ett positivt bidrag till sparandet i samhället.

Riksdagen har nyligen antagit nya regler för AP-fonderna. Förslaget innebär en omfattande omorganisation av fondernas verksamhet (prop. 1999/2000:46, bet. 1999/2000:FiU19, rskr. 1999/2000:181). Reformen utgör en del av uppgörelsen mellan Socialdemokraterna, Moderata samlingspartiet, Kristdemokraterna, Centerpartiet och Folkpartiet liberalerna. AP-fonden innehar redan idag en buffertfunktion i ålderspensionssystemet. Emellertid bedömdes fondens behållning vara större än vad som kunde motiveras av denna funktion i det nya pensionssystemet. Vidare skulle statsbudgeten genom en överföring av medel från AP-fonden till statskassan delvis kompenseras för den försvagning som pensionsreformen gav upphov till. Med anledning av detta har riksdagen beslutat att utöver de 45 miljarder kronor som inlevererades till statskassan år 1999 och år 2000 skall en överföring på 155 miljarder kronor från AP-fonden till statskassan ske (prop. 1999/2000:46, rskr 1999:318).

Återstående medel delas upp i fyra lika stora buffertfonder med identiska placeringsregler. Varje buffertfond beräknas fr.o.m den 1 januari år 2001 att förvalta omkring 140 miljarder kronor. Buffertfonderna skall självständigt förvalta sina medel. Varje fond skall årligen tillföras lika mycket av de medel som förs till AP-fondssystemet och bidra med lika mycket till utbetalda pensioner.

Reformeringen av AP-fonderna har medfört en ny organisationsstruktur samt att AP-fondens placeringsreglementen justerats och anpassats till de nya krav som ställs på förvaltare av finansiella tillgångar. Organisationsförändringarna har inneburit att den tredje fondstyrelsen har lagts ner och att verksamheten förts över till första fondstyrelsen. Första, andra och fjärde fondstyrelserna har bytt namn till Första, Andra respektive Fjärde AP-fonden. Den femte fondstyrelsen byter namn till Tredje AP-fonden. Övergången till den nya organisationen skedde genom att nuvarande fondstyrelserna ombildades i maj år 2000. Styrelserna har förändrats genom att antalet styrelseledamöter i respektive fond i de nya buffertfonderna minskats till nio styrelseledamöter utan suppleanter. Samtliga styrelseledamöter har utsetts av regeringen men två av ledamöterna är nominerade av arbetstagarorganisationer och två av arbetsgivarorganisationer. Vidare har krav ställts på styrelsernas kompetens, särskilt ifråga om kunskap inom samhällsekonomi och kapitalförvaltning.

Därtill har nuvarande sjätte och sjunde fondstyrelserna bytt namn till Sjätte respektive Sjunde AP-fonden.

Fondförvaltningen skall ta sin utgångspunkt i respektive fonds åtagandesida. Målet skall vara att långsiktigt maximera avkastningen. Riskspridningen skall vara god och den totala risknivån låg. Näringspolitiska eller andra ekonomisk-politiska uppgifter skall inte finnas. Hänsyn till miljö och etik skall tas i placeringsverksamheten utan att avkall görs på det övergripande målet om hög avkastning.

Varje fond skall årligen fastställa en verksamhetsplan som skall inkludera en placeringspolicy, en ägarpolicy och en riskhanteringsplan. Riksdagen har även beslutat om nya placeringsregler som träder i kraft den 1 januari 2001 (SFS 2000:192-SFS 2000:204). Nedan anges de viktigaste reglerna för Första-Fjärde AP-fonden.

- Placeringar skall få ske i alla förekommande instrument på kapitalmarknaden som är marknadsnoterade och omsättningsbara. Det innebär att nuvarande direktlåneverksamhet skall avvecklas.

- En mindre del, eller 5 % av varje fonds tillgångar, får placeras i onoterade värdepapper. Placering i onoterade aktier får endast ske på indirekt väg via andelar i värdepappersfonder eller riskkapitalföretag, dvs. fonderna får inte direktäga aktier i onoterade bolag (andra än nyss nämnda riskkapitalbolag).

- Minst 30 % av varje fonds tillgångar skall placeras i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk.

- Varje fonds innehav av aktier i noterade svenska bolag får högst motsvara 2 % av det totala värdet av svenska aktier på auktoriserad svensk börs- eller marknadsplats.

- Varje fond får äga högst 10 % av rösterna i ett enskilt börsnoterat bolag. I onoterade riskkapitalbolag sätts gränsen till högst 30 %.

- Högst 40 % av en fonds tillgångar får exponeras mot valutarisk. En stegvis ökning från dagens gräns på 10 % får ske med högst 5 % per år.

- Högst 10 % av en fonds tillgångar får exponeras mot en emittent eller grupp av emittenter.

- Varje buffertfond ges rätt att ta upp lån om den tömts på tillgångarna.

- Minst 10 % av varje fonds tillgångar skall förvaltas av utomstående förvaltare (genom köp av fondandelar eller diskretionär förvaltning).

2.5 Förändringar i AP-fondens reglemente under den senaste femårsperioden

2.5.1 Förändringar i AP-fondens reglemente under år 1995

Under år 1995 gjordes endast smärre ändringar i övergångsbestämmelserna till APR avseende avvecklingsstyrelsens verksamhet. Genom regeländringarna gavs avvecklingsstyrelsens verksamhet fortsatt giltighet (SFS 1995:855). Vidare beslutades att de medel som fanns kvar i avvecklingsstyrelsen vid utgången av juni 1995 inte skulle skiftas ut utan behållas inom AP-fonden och förvaltas av avvecklingsstyrelsen. I placeringsbestämmelserna för avvecklingsstyrelsen gjordes också smärre ändringar (SFS 1995:856).

2.5.2 Förändringar i AP-fondens reglemente under år 1996

Den 6 juni år 1996 beslutade riksdagen att avvecklingsstyrelsen skulle permanentas inom ramen för AP-fonden och byta namn till sjätte fondstyrelsen (prop. 1995/96:171, bet 1995/96:NU24, rskr. 1995/96:284, SFS 1996:697). Förändringen trädde i kraft den 1 juli 1996. Sjätte fondstyrelsen var vid inledningsskedet satt att förvalta de medel som fanns kvar i

avvecklingsstyrelsen samt ytterligare 10 miljarder kronor, som riksdagen i december år 1995 beslutade att omfördela från första–tredje fondstyrelserna till placeringar på riskkapitalmarknaden. Sjätte fondstyrelsen får placera medel i aktier, konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning, som riskkapital i ekonomiska föreningar samt andelar i kommanditbolag. Styrelsen får dock högst förvärva 30 % av antalet aktier eller röster i ett bolag vars aktier är inregistrerade vid en svensk börs. För övriga tillgångsslag och för aktier i riskkapitalbolag gäller inte några ägandebegränsningar.

2.5.3 Förändringar i AP-fondens reglemente under år 1997

Under år 1997 beslutades endast begränsade förändringar vad avser AP-fondens verksamhet. Efter förslag i budgetpropositionen för år 1998 beslutade riksdagen att första–tredje fondstyrelserna skall tillåtas att investera i fastigheter endast genom bolag eller andelar i utländsk fastighetsfond. Tidigare ägde med undantag för de utländska innehaven, första–tredje fondstyrelserna sina fastigheter, direkt. Samtidigt gavs första–tredje fondstyrelserna rätt att placera i konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning utfärdade av fastighetsbolag. Bestämmelserna trädde i kraft den 1 september år 1998 prop. 1997/98:1 utg.omr 2 avsnitt 4.5 bet. 1997/98:FiU 2, rskr. 1997/98:120, SFS 1998:29). Vidare skedde justeringar i reglementet av teknisk natur, till följd av att lagen (1958:295) om sjömansskatt upphörde att gälla samt lagen (1994:1744) om allmänna egenavgifter, vilken ändrade namn till lagen om allmän pensionsavgift.

2.5.4 Förändringar i AP-fondens reglemente under år 1998

De förändringar som beslutades rörande AP-fonden under 1998 präglades av ålderspensionsreformen (prop. 1997/98:151 och 152, bet. 1997/98:SfU14, rskr. 1997/98:315 och 320, SFS 1998:711, se även prop. 1998/99:1, bet. 1998/99:SfU1, rskr 1998/99:101, SFS 1998:1771). I övrigt har endast marginella ändringar beslutats vad avser fondens organisation och placeringsregler.

Som en följd av ålderspensionsreformen anpassades bestämmelserna om vilka pensionsavgifter som skall tillföras AP-fonden, hur avgiftsmedlen skulle fördelas mellan fondstyrelserna och AP-fondens skyldighet att bidra med medel till pensionsutbetalningar.

Vidare ålades AP-fonden, första–tredje fondstyrelserna att till Riksgäldskontoret överföra 45 miljarder kronor per år under åren 1999 och 2000.

I anslutning till ålderspensionsreformen kompletterades också behörighetskraven för att vara styrelseledamot och suppleant i en fondstyrelse så att det nu uttryckligen framgår att den som är försatt i konkurs eller underkastad näringsförbud inte får inneha sådant uppdrag.

Härutöver gjordes under året endast ett begränsat tillägg som rör införandet av reglerna om att AP-fonden endast får investera i fastigheter genom bolag eller utländsk fastighetsfond, se vidare avsnitt 2.3.4. Med hänsyn till förhållandena särskilt i England, medgavs fondstyrelserna rätt att behålla fast egendom som är belägen utomlands till utgången av år 1999 (prop. 1997/98:1, bet. 1997/98:FiU2, rskr. 1997/98:120, SFS 1998:29). Bestämmelserna i övrigt trädde i kraft den 1 september 1998.

2.5.5 Förändringar i AP-fondens reglemente under år 1999

De förändringar som beslutades rörande AP-fonden under år 1999 berörde sjunde fondstyrelsen. Fondstyrelsen skall förvalta två fonder inom Allmänna pensionsfonden, Premiesparfonden och Premievalsfonden. Fondstyrelsen skall ta emot medel till och betala ut medel från fonderna enligt de anvisningar som Premiépensionsmyndigheten lämnar (1999:1306). När medel tillförs en fond skall fondstyrelsen utfärda fondandelar till Premiépensionsmyndigheten. När medel betalas ur en fond, skall det ske genom inlösen av fondandelar (1999:1306).

Den 1 juli 1999 infördes en undantagsregel i lagen (1983:1092) med reglemente för Allmänna Pensionsfonden. Syftet med bestämmelsen var att göra det möjligt för fjärde–sjätte fondstyrelserna att behålla sina innehav i svenska aktiebolag som efter offentliga erbjudanden övergått till att bli innehav i utländska aktiebolag. (prop.1998/99:93, bet 1998/99:FiU21, rskr. 1998/99:195).

3.1 Bakgrund och grundläggande termer

AP-fonden har till uppgift att förvalta de avgifter som erläggs för att finansiera försäkringen för tilläggs pensionen. Målet för fondförvaltningen är att i ett långsiktigt perspektiv maximera avkastningen på tillgångarna, samtidigt som ett krav på tillfredsställande riskspridning tillgodoses. För första–tredje fondstyrelserna gäller dessutom att medlen skall förvaltas så att krav på tillfredsställande betalningsberedskap och betryggande säkerhet tillgodoses. Olika placeringsrestriktioner gäller för de olika fondstyrelserna. Första–tredje fondstyrelserna skall huvudsakligen placera fondmedlen på penning- och obligationsmarknaden, medan fjärde–sjätte fondstyrelserna skall placera på aktie- och riskkapitalmarknaden.

För att utvärdera fondstyrelsernas förvaltning jämförs avkastningen på kapitalet med avkastningen på de marknader där de olika fondstyrelserna får placera medel och med de resultat som andra liknande förvaltare presterat. Vid jämförelser och utvärderingar är utgångspunkten det marknadsvärderade resultatet. I detta resultat ingår direktavkastningen samt realiserade och icke realiserade värdeförändringar i kapitalet. Det marknadsvärderade resultatet återspeglar således fondkapitalets verkliga värdeförändring under året.

Den del av balansräkningen som i andra sammanhang betecknas som eget kapital, dvs. tillgångarna minus skulderna, benämns här fondkapital. Fondkapitalet består av nettot av inbetalda pensionsavgifter och pensionsutbetalningar samt de ackumulerade överskotten/underskotten i placeringsverksamheten. Avkastningen på det totala fondkapitalet har på vissa ställen beräknats av regeringen genom att ställa det marknadsvärderade resultatet i relation till det marknadsvärderade fondkapitalet. Mercer har beräknat avkastningen för varje delpportfölj och sedan lyft upp resultaten till totalportföljsnivå. Detta beräkningssätt är det mest korrekta.

En marknadsvärdering av tillgångarna medför att resultatet kan variera kraftigt från år till år till följd av svängningar i marknadspriserna, men sett över en längre period tenderar sådana slumpmässiga fluktuationer i resultatet att utjämnas. Utvärderingsperioden bör därför sträcka sig över några år, vilket också innebär att variationer till följd av konjunkturutvecklingen tenderar att jämnas ut. En alltför lång utvärderingsperiod kan dock medföra incitamentsproblem i förvaltningen, varför regeringen funnit att femåriga perioder är en lämplig avvägning.

Vid utvärderingen måste hänsyn också tas till de omvärldsfaktorer och restriktioner som påverkar fondstyrelsernas avkastning. Även om fondens värde minskat kan förvaltningen av kapitalet varit framgångsrikt vid en jämförelse med relevanta index eller andra förvaltare. Omvänt kan fondens avkastning visa på en betryggande värdesäkring av kapitalet trots att förvaltningen inte gått bra vid en sådan jämförelse. Slutligen är en utvärdering av förvaltningen svår eller t.o.m. meningslös att göra, om inte den erhållna avkastningen kan relateras till något mått på den risk förvaltningen medfört. En hög avkastning kan bero på skicklig förvaltning, på att ovanligt stora risker tagits eller på en kombination av båda.

I skrivelsen används en rad riskbegrepp. *Risk* definieras ofta som variationen i tillgångspriser eller räntor. Variationen mäts ofta som en *standardavvikelse*. För räntebärande instrument används också begreppet *duration* vilket är kopplat till ett räntebärande värdepappers löptid. Durationen är ett sätt att mäta hur mycket värdet på ett räntebärande instrument ändras vid en given ränteförändring. Därmed kommer ett värdepapper med hög duration att ge en större förändring i tillgångsvärdet vid en given ränteförändring än ett värdepapper med kortare duration.

Ofta redovisas den *riskrelaterade avkastningen*. Denna kan beräknas på olika sätt men i huvudsak kan den ses som avkastningen under en period dividerat med risken, som oftast mäts som variationen i t.ex. en akties pris. Ett vanligt mått på den riskrelaterade avkastningen är *sharpkvoten* som är avkastningen minus den s.k. riskfria räntan dividerat med avkastningens standardavvikelse.

Ett riskmått som är viktigt för förvaltare är den *aktiva risken*. Den aktiva risken visar hur mycket en förvaltare har valt att avvika från det index som portföljens avkastning jämförs med. Den aktiva risken mäts t.ex. med *tracking error* som är standardavvikelsen för förvaltarens avkastning gentemot jämförelseindexet. Ett riskrelaterat avkastningsmått som ställs i relation till jämförelseindexet är *informationskvoten* som är överavkastningen mot det valda jämförelseindexet dividerat med tracking error.

Sjätte fondstyrelsen investerar en del av tillgångarna i onoterade innehav sk. venture capital investeringar. Venture capital eller riskkapital är ett relativt nytt begrepp i Sverige. Så som mycket annat inom det finansiella området har uttrycken formats av amerikansk engelska. I USA har venture capital som en definierad investeringsform funnits sedan 1950-talet.

Venture capital är investeringar i företag som inte är noterade på en börs eller annan marknadsplats. Venture capital som investeringsform är emellertid inte enbart en kapitalinsats utan förutsätter även aktivt ägar-engagemang från investeraren. Detta görs exempelvis genom att investeraren arbetar aktivt i styrelsen. Även mer operativa insatser förekommer. Venture capitalinvesteringen är ofta tidsbegränsad i den mening att venture capitalföretaget har ett mål att inom en överskådlig framtid avyttra sin investering (att göra exit).

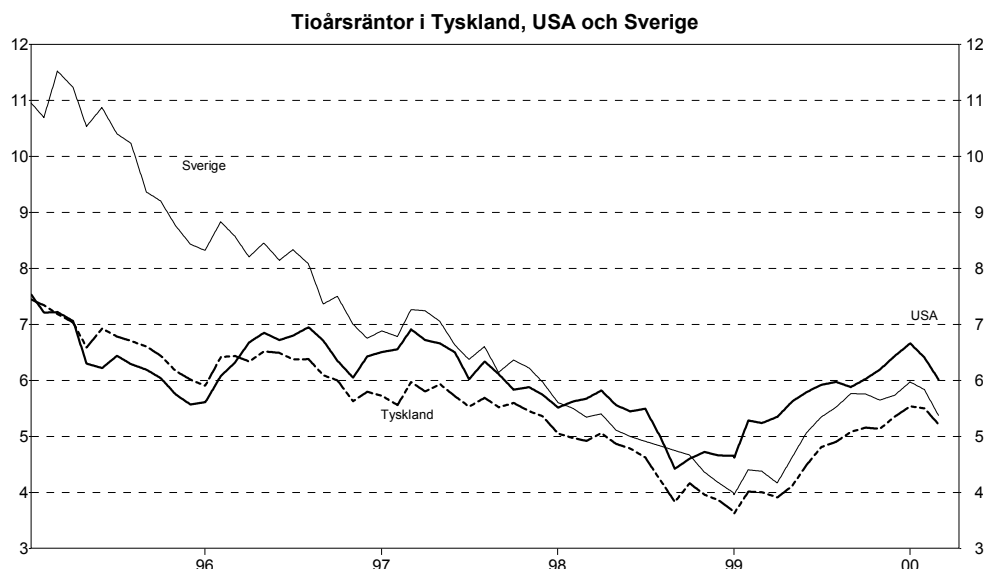
Under de senaste åren har venture capitalindustrin ökat kraftigt i omfattning. I Sverige finns idag ett 80-tal venture capitalbolag som tillsammans förfogar över ca 50 miljarder kronor i förvaltad kapital. Sjätte fondstyrelsen är en del av venture capital marknaden. Vid utgången av 1999 hade fondstyrelsen investerat 2,6 miljarder kronor i onoterade innehav.

Återstoden av skrivelsen är disponerad enligt följande: I avsnitt 3.2 beskrivs utvecklingen på de finansiella marknaderna under femårsperioden 1995–1999. I avsnitt 3.3 presenteras AP-fondens resultat i siffror. Avsnitt 4 innehåller en redogörelse för respektive fondstyrelses resultat och utvärdering. I avsnitt 5 följer regeringens utvärdering av fondernas mål och resultat.

3.2.1 Ränteutvecklingen

Totalt sett under perioden 1995 till 1999 har avkastningen på obligationer varit god. I början av 1995 låg 10-årsräntan i Sverige på betydligt högre nivåer än i slutet av perioden, kring 11 % jämfört med ca 6 % vid årsskiftet 1999/2000. Avkastningen på den svenska obligationsstocken uppgår för perioden till ca 70 %. I USA har obligationsindex stigit med drygt 40 %, medan de på den tyska marknaden har stigit med ca 45 %, enligt Morgan Stanley's obligationsindex.

Våren 1995 inleddes en global räntenedgång som höll i sig till och med år 1998. Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, hade dessförinnan höjt styrräntan stegvis under åren 1994 och 1995, p.g.a. ett stigande inflationstryck. De stigande räntorna i USA hade haft återverkningar på europeiska räntor. Speciellt steg räntorna i länder med svaga offentliga finanser och politisk osäkerhet, i bl.a. Italien, Spanien och Sverige. När saneringen av de offentliga finanserna började ge effekt gav detta upphov till stora räntefall. I Sverige bidrog bl.a. förbättrade statsfinansier till att ränteskillnaden mot Tyskland på längre löptider minskade kraftigt under perioden 1995–1996. Samtidigt höjde Riksbanken stegvis reporäntan till knappt 9 % under början av år 1995 mot bakgrund av ett stigande inflationstryck. En svagare konjunkturutveckling, ökat förtroende för den ekonomiska politiken och fallande inflation skapade under åren 1996–1999 utrymme för sänkta styrräntor.



Källa:Ecwin

I Europa var den ekonomiska utvecklingen dämpad under år 1996. I flera EU-länder förbättrades de offentliga finanserna som en följd av EMU:s konvergensprogram. I USA var konjunkturutsikterna ljusare, vilket bidrog till att det under år 1997 framkom vissa tecken på ett ökat

inflationstryck. De tecken på en begynnande överhettning som syns i USA upphörde när den finansiella krisen i Sydostasien spred sig till resten av världen.

Krisen i Sydostasien år 1997, då flera asiatiska länder tvingades devalvera sina valutor, ledde till en internationell konjunkturavmattning och fallande långa räntor internationellt. I spåren av Asienkrisen tvingades Ryssland i augusti år 1998 att ställa in betalningarna på delar av sina skulder. Situationen i Ryssland ledde till en kraftig börsnedgång världen över, och en av USAs största hedgefonder, LTCM (Long Term Capital Management), kollapsade, vilket ytterligare spädde på krisstämningen på finansmarknaderna. Under sommaren och hösten 1998 föll Stockholmsbörsen med 39 % på 3 månader. Den finansiella turbulensen ledde till att flera mindre länders valutor pressades hårt när investerare i allt större utsträckning sökte sig till säkrare placeringar. I Sverige steg räntedifferensen mot Tyskland från ca 20 till ca 100 punkter inom loppet av några månader. Trots en stark inhemsk efterfrågan i USA sänkte Fed styrräntan. Bakom Federal Reserves agerande låg risker för en global likviditetskris. Även i Europa sänktes styrräntorna. Euroområdet centralbanker sänkte gemensamt räntorna, för att likställa räntorna inför starten av valutaunionen. I Sverige fortsatte Riksbanken att sänka styrräntan till som lägst 2,90 % mot bakgrund av fortsatt låga inflationsutsikter.

I början av år 1999 vände den globala räntetrenden uppåt. Efter ca ett år av stigande långräntor nåddes en topp i början av år 2000. Totalt gick den 10-åriga obligationsräntan i USA upp med ca 2,2 procentenheter från botten i september 1998 till toppen i januari 2000. USA:s ekonomi har fortsatt att utvecklas oväntat starkt. En hög BNP-tillväxt har kunnat kombineras med måttliga prisökningar. Samtidigt har obalanserna i ekonomin, en arbetsmarknad där sysselsättningen ökar och det föreligger risk för löneökningar, stora bytesbalansunderskott och ett lågt sparande i hushållssektorn, blivit tydligare. Den alltså starka efterfrågetillväxten hotar att leda till överhettning och stigande inflation och Fed har stegvis höjt räntan med sammantaget 1,25 procentenheter sedan slutet av juni 1999.

I Sverige har spreaden mot Tyskland minskat successivt från ca 0,6 procentenheter under sommaren och hösten 1999 till 0,2 i mars 2000. En rad faktorer har bidragit till att räntedifferensen minskade kraftigt på kort tid. En minskad oro för en fortsatt internationell ränteuppgång, ökad trovärdighet för Riksbankens agerande, samt förväntningar om ett minskat utbud av obligationer, bl.a. med tanke på den stundande utförsäljningen av Telia är några av dem, har lett till att räntedifferensen mot Tyskland minskat.



Källa: Ecwin

3.2.2 Börsutvecklingen

De senaste fem åren har i genomsnitt gett god avkastning på aktiemarknaderna. Totalt sett under perioden 1995–1999 har Stockholmsbörsen stigit med 323 % mätt som Findatas avkastningsindex (FDAX)¹. Detta motsvarar en genomsnittlig årlig avkastning på ca 33 %. Därmed har den utvecklats bättre än börserna i övriga världen. MSCI World index har under perioden stigit med ca 127 %, utdelningar inräknat. I USA har S&P 500 total return index² gått upp med ca 227 % och i Europa har MSCI Europe, inklusive utdelningar, stigit med knappt 210 %. Frankfurtbörsen, mätt som MSCI Germany, inklusive utdelningar, steg med ca 240 % mellan 1995 och 1999.

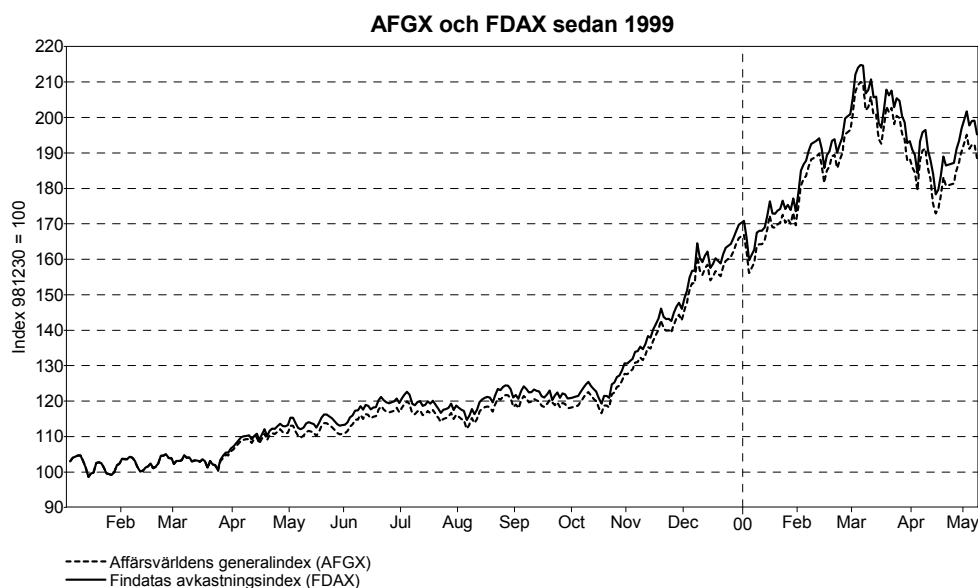
Asienkrisens effekt på börsutvecklingen blev begränsad. Nedgången i samband med den finansiella krisen hösten 1998, som ledde till kraftiga börsnedgångar världen över, kan, sett över hela perioden, betraktas som ett temporärt avbrott i utvecklingen.

Flera faktorer har bidragit till den starka börsutvecklingen. Under senare år har nya kategorier av placerare strömmat till aktiemarknaderna. Privatpersoner har genom nya informationskanaler fått bättre tillgång till aktieinformation. Pensionsfonder, som tidigare varit begränsade till räntebärande placeringar, investerar i större utsträckning i aktier. Detta kan vara ett uttryck för att riskpremien för att investera i aktier relativt räntebärande placeringar sjunkit något under senare år. Ytterligare en viktig faktor är att förväntningarna på företagets framtida vinster kan ha höjts, bl.a. till följd av lägre reala och nominella räntor och produktivitetsökningar i flera sektorer. Den japanska ekonomin har utvecklats svagt under stora delar av perioden och Nikkei index har totalt fallit med 4 % under perioden 1995–1999. Under år 1999 steg Nikkei dock med ca 37 %, på förväntningar om en återhämtning av den japanska ekonomin.

¹ Stockholmsbörsens utveckling har mätts som Findatas avkastningsindex (FDAX) som även inkluderar utdelningar.

² Indexet inkluderar utdelningar.

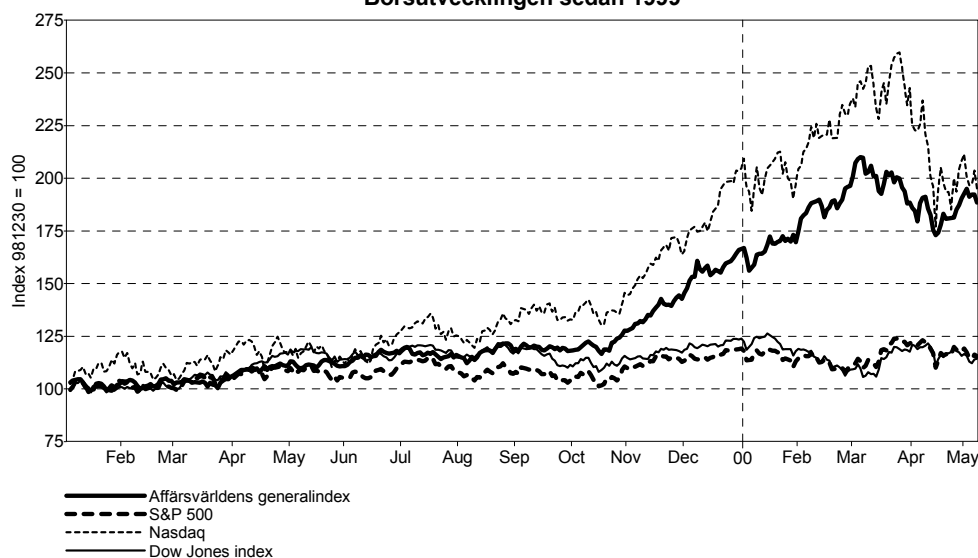
Under år 1999 gav börsen exceptionellt god avkastning på aktier inom vissa branscher, såväl globalt som i Sverige. Stockholmsbörsen mätt som Affärsvärldens Generalindex (AFGX) steg med ca 66 %, vilket är den största årliga ökningen under 1990-talet. Mätt som FDAX steg börsen med ca 70 %.



Källa: Ecowin

Utvecklingen på Stockholmsbörsen har i hög grad varit beroende av börsutvecklingen i USA, och då främst av Nasdaq, som är den börs där de flesta amerikanska teknologiföretag handlas. Nasdaq steg under år 1999 med ca 80 %, medan New York-börsen, mätt som Dow Jones Industrial Average index visade en betydligt mindre ökning på ca 25 %. Det bredare USA-indexet S&P 500 steg under år 1999 med ca 20 %.

Att Stockholmsbörsen utvecklats väl hänger samman med den ovanligt goda kursutvecklingen för företag inom teknologi och IT. Uppgången i Ericsson svarade för en stor del av den totala börsuppgången. Från och med oktober år 1999, då bolaget överraskade marknaden med mycket god resultatutveckling för det tredje kvartalet, fram till och med årsskiftet steg B-aktien med över 100 %. Ericsson har i samband med den kraftiga uppgången kommit att väga allt tyngre i Generalindex, och stod vid årsskiftet 1999/2000 för ca 30 % av det totala marknadsvärdet på Stockholmsbörsen. Ericsson fanns vid slutet av år 1999 också med bland de 10 största företagen på Nasdaq, vilket tagit sig uttryck i att Stockholmsbörsen och Nasdaq följt varandra under slutet av år 1999 och början av 2000.



Källa: Ecwin

Under år 1999 uppvisade IT-företagen en imponerande kursutveckling, både globalt och på Stockholmsbörsen. Företag som befinner sig i ett mycket tidigt utvecklingskede, och som ännu uppvisar låga resultat, har stigit dramatiskt i värde. Affärsvärldens IT-index steg under år 1999 med totalt ca 110 %. Den kraftiga uppgången på Stockholmsbörsen under år 1999 begränsade sig främst till företag inom telekom, IT och internet. Traditionella företag verksamma inom mogna branscher utvecklades sämre än börsen som helhet. Bl.a. steg läkemedel med ca 10 %, och bank och finans med ca 20 %. Den ojämna värderingsbilden har oroat flera bedömare och debatten kring de eventuella IT-bubbla har varit ständigt återkommande. Under början av år 2000 skedde en viss justering, då de traditionella företagens kursutveckling återhämtade sig något, medan teknologi och IT justerades ned.

3.3 AP-fondens resultat i siffror

Vid utgången av år 1999 var AP-fondernas marknadsvärderade totala kapital 746,7 miljarder kronor. Under ett år påverkas det marknadsvärderade kapitalet av både realiserade och icke realiserade värdeförändringar på fondernas tillgångar. Dessa utgör tillsammans fondernas marknadsvärderade resultat vilket år 1999 uppgick till 77,0 miljoner kronor. Detta resultat motsvarar, enligt det sätt man under tidigare år har beräknat avkastningen på, en nominell avkastning om 10,3 %. Om man korregerar för inflationen motsvarar detta en real avkastning på 9,0 %. Under den senaste femårsperioden har den genomsnittliga nominella avkastningen enligt det här beräkningssättet varit 12,2 % och den genomsnittliga reala avkastningen 7,9 %. Sättet att beräkna avkastningen är emellertid mycket trubbigt och blir i och med inleveransen på 45 miljarder kronor till staten än mer felaktig. Enligt Mercers beräkningar som redovisas i detalj i tabellen nedan, är den genomsnittliga årliga avkastningen för första-femte fondstyrelserna för femårsperioden 11,8 %. För motsvarande

period visar Mercers beräkningar på en real genomsnittlig årlig avkastning för första–femte fondstyrelserna på 11,0 %. Detta får anses vara en mycket hög realavkastning sett över en längre period.

Tabell 1. Första–femte fondstyrelsernas avkastning enligt Mercers beräkningar (nominellt i %)

	1999	1998	1997	1996	1995	1995- 1999 (år)
Första–tredje fondstyrelserna	0,7	10,1	6,4	13,9	15,0	9,1
Fjärde fondstyrelsen	64,7	8,7	28,6	38,0	20,0	30,7
Femte fondstyrelsen	53,1	5,3	31,3	42,0	23,4	30,0
<i>Totalt första-femte fondstyrelserna</i>	<i>9,3</i>	<i>9,7</i>	<i>8,7</i>	<i>16,0</i>	<i>15,4</i>	<i>11,8</i>

Eftersom drygt 63 % av AP–fondernas placeringar utgörs av räntebärande värdepapper är de främsta förklaringarna till den goda reala avkastningen de senaste årens sjunkande räntor tillsammans med den låga inflationen. 1999 års kraftigt stigande börs har påverkat fjärde, femte och sjätte fondstyrelsernas resultat positivt och bidragit till ett stigande fondkapital.

Förutom förvaltningsresultatet påverkas AP–fondernas totala kapital av nettot av pensionsavgifterna och pensionsutbetalningarna. I tabell 2 framgår att avgifterna under år 1999 understeg utbetalningarna. Så har också varit fallet under de senaste åren. Under år 1999 var avgiftsunderskottet 29,8 miljarder kronor.

Årets förvaltningsresultat har kompenserat avgiftsunderskottet. Till följd av inleveransen till staten på 45 miljarder kronor har dock fondkapitalet endast ökat med 1,4 miljarder kronor under år 1999 till 746,7 miljarder kronor.

Tabell 2. Resultatsammanställning för hela AP–fonden, miljarder kronor

	1999	1998	1997	1996	1995	1995- 1999
Årets resultat	53,0	54,5	56,5	56,8	64,5	
+Ej realiserade kursvinster/förluster	24,0	11,4	3,9	43,9	24,3	
=Marknadsvärderat resultat	77,0	65,9	60,3	100,6	88,8	
Fondkapital, ultimo	746,7	744,8	711,5	685,6	618,4	
Marknadsvärderat						
Avkastning, %*	10,3**	8,8**	9*	16,8*	16,3*	12,2 %
Real avkastning	8,9	9,5	6,9	8	6	7,9 %

* Beräknat som marknadsvärderat resultat dividerat med det genomsnittliga fondkapitalet under året (medelvärde av kapitalet ultimo).

** Beräknat som marknadsvärderat resultat dividerat med fondkapitalet.

Tabell 3. Fondkapitalets utveckling 1960–1999, marknadsvärde, miljarder kronor

Skr. 1999/2000:132

	1999	1998	1990	1980	1970	1960
Första–tredje fondstyrelserna:						
Avkastning	3,6	57,3	45,4	10,4	2,0	0,0
Avgifter	105,2	92	77,7	22,2	6,1	0,5
Pensionsutbetalningar	-135	-125	-77,4	-19,0	-1,2	
Överföring netto t/fr övr. fondstyrelser	0,0	-0,2	1,1			
Överföring till statsbudgeten	-45					
Administrationskostn.	-0,8	-0,6	-0,5	-0,2	-0,1	
Tillfört kapital, netto	-75,6	-33,6	0,9	3,0	4,8	0,5
Tot. förändr. i fondkapital (avkastn. + tillfört kapital)	-71,9	23,7	46,3	13,4	6,8	0,5
Fondkapital i första–tredje fondstyrelserna	557,3	629,2	386,8	145,3	35,9	0,5
Fondkapital i fjärde fondst.	147,5	89,2	19,2	1,4		
Fondkapital i femte fondst.	23,1	14,7	1,6			
Fondkapital i sjätte fondst.	18,8	12,1				
Summa fondkapital	746,7	745,3	407,6	146,7	35,9	0,5

*På grund av avrundningar summerar ej tabellen.

AP-fondens placeringar

För AP-fonden som helhet har tillgångsallokeringen under året förändrats, då andelen nominella obligationer minskat medan aktieandelen ökat. Detta är en konsekvens av att första–tredje fondstyrelserna levererat medel till statskassan samt att obligationspriser under året sjunkit medan aktiekurser stigit. Huvuddelen av AP-fondernas kapital är ändå placerat i nominella räntebärande värdepapper. Sammantaget var 472,5 miljarder kronor eller drygt 63 % av kapitalet placerat i sådana tillgångar vid utgången av år 1999. Den nominella obligationsportföljen utgörs nästan uteslutande av första–tredje fondstyrelsernas placeringar. Endast femte fondstyrelsen håller en mindre del av tillgångarna i svenska räntebärande värdepapper.

Knappt 8 % av AP-fondens samlade tillgångar är placerade i reallån. Enbart första–tredje fondstyrelserna innehar den typen av placeringar.

Ungefär en fjärdedel, dvs. ca 25 % av det totala kapitalet är placerat i aktier. Det är enbart fjärde, femte och sjätte fondstyrelserna som placerar i aktier. Huvuddelen, ca 72 %, av aktieplaceringarna görs av den fjärde fondstyrelsen. Huvuddelen av sjätte fondstyrelsens portfölj är inriktad på noterade aktier. Målet är emellertid att successivt öka andelen onoterade innehav.

Första–tredje fondstyrelserna placerar en del av sin portfölj i fastigheter. Sedan år 1998 får fondstyrelserna inte längre inneha direktägda fastigheter. Därför har första–tredje fondstyrelsernas fastighetsinnehav pla-

cerats i ett helägt dotterbolag. Första–tredje fondstyrelsernas fastighets-tillgångar utgör 4,3 % av AP-fondernas totala tillgångar.

Skr. 1999/2000:132

Andelen utländska tillgångar har under året ökat något. Det beror framförallt på att första–tredje fondstyrelserna placerat en större andel av sina tillgångar i utländska räntebärande värdepapper. Första–tredje fondstyrelsernas policy att valutasäkra utländska tillgångar medför dock att den faktiska exponeringen gentemot utländska tillgångar inte har ökat.

Tabell 4. Placeringar till marknadsvärde AP-fonden totalt, miljarder kr och som andel av de totala tillgångarna

	1999-12-31		1998-12-31	
Nominella förlags- och obligationslån samt penningmarknadslån och direktlån	472,5	63,2 %	545	73,2 %
Reala lån	57,4	7,7 %	62	8,3 %
Aktier, konvertibla skuldebrev	185,6	24,8 %	112	15,0 %
Fastigheter, aktier i fastighetsbolag *	31,8	4,3 %	26	3,5 %
Summa tillgångar	747,3**	100 %	745	100 %
varav i utländsk valuta	62,3	8,3 %	56	7,5 %

* I första–tredje fondstyrelsens portfölj.

** Mercer beräkningar avviker något från de angivna siffrorna i årsredovisningarna.

4 Sammanfattning av fondstyrelsernas resultat och resultatuppföljningar

Skr. 1999/2000:132

I detta avsnitt görs en sammanställning av resultaten och en sammanfattning av fondstyrelsernas egna utvärderingar.

4.1 Första–tredje fondstyrelserna

Enligt APR (1983:1092) skall första–tredje fondstyrelserna i huvudsak placera sina tillgångar i skuldförbindelser med låg kreditrisk. Därtill får högst 5 % av tillgångarna placeras i andra skuldförbindelser utfärdade av svenska aktiebolag eller ekonomiska föreningar. Högst 5 % av fondmedlen får placeras i aktier i svenska eller utländska fastighetsbolag och fastighetsfonder.

År 1999 var den övervägande delen, 84,2 % av medlen, placerade i nominella lån, varav 9,2 % var i utländsk valuta. Realräntelån i svenska kronor utgjorde 10,3 % av tillgångarna och 5,5 % av tillgångarna var placerade i utländska fastighetsbolag eller fastighetsfonder.

Fondkapitalet i första–tredje fondstyrelserna påverkas av avkastningen på fondstyrelsernas tillgångar, av nettot mellan pensionsavgifter och pensionsutbetalningar, av de överföringar som görs till och, den avkastning som levereras från fjärde och femte fondstyrelserna samt av administrativa avgifter till andra myndigheter och organisationer. Som ett första steg i införandet av pensionsreformen ska medel överföras från första–tredje fondstyrelserna till statsbudgeten. För år 1999 tillkommer således en överföring av medel på 45 miljarder kronor från första–tredje fondstyrelserna till statsbudgeten.

Under det senaste året var nettounderskottet i pensionsavgifterna dvs. nettot av inbetalda pensionsavgifter och utbetalda pensioner, 29,8 miljarder kronor och 0,0 miljarder kronor betalades netto till fjärde och femte fondstyrelserna. Därtill betalade man 0,8 miljarder kronor i administrativa avgifter till andra myndigheter och organisationer som deltar i det allmänna pensionssystemet. Vidare påverkades fondkapitalet negativt av överföringen på 45 miljarder kronor till Riksgäldskontoret. Därmed innebär 1999 års marknadsvärderade resultat på 3,6 miljarder kronor en förändring av det marknadsvärderade fondkapitalet med 71,9 miljarder kronor.

Tabell 5. Resultatsammanställning för första–tredje fondstyrelserna, miljarder kronor

	1999	1998	1997	1996	1995
Årets resultat	40,1	49,2	50,5	51,9	62,0
+Ej realiserade kursvinster/förluster vid marknadsvärdering	-36,4	8,1	-11,5	28,4	17,5
=Marknadsvärderat resultat	3,6*	57,3	38,9	80,2	79,5
Fondkapital	557,3	629,2	605,6	601,1	564,3
Avkastning, %	0,6	10,0	6,4	13,9	15,0
KPI, förändring, %	1,2** ³	-0,6	1,7	0,2	2,6
Real avkastning, %	-0,6	10,7	4,6	13,8	12,3

*Avrundningar gör att tabellen inte summerar.

**I sin resultatsammanställning redovisar första-tredje fondstyrelserna KPI på 1,2 %, medan Mercer i sina beräkningar redovisar KPI på 1,3 %.

Avkastningen för den totala portföljen för år 1999 uppgick till 0,6 %. Merparten av första–tredje fondstyrelsernas tillgångar är exponerade för utvecklingen på de svenska och internationella penning- och obligationsmarknaderna. En stigande räntenivå leder till fallande priser på statskuldväxel- och obligationsportföljerna och vice versa. Totalavkastningen på den svenska nominella portföljen uppgick under året till 0,3 %. Totalavkastningen på den utländska nominella räntebärande portföljen uppgick till -2,5 % inklusive valutasäkring. Utan valutasäkring hade avkastningen varit 2,9 %. I likhet med år 1998 gav fastigheterna den högsta avkastningen.

Tabell 6. Avkastning från första–tredje fondstyrelsernas placeringar, %

Tillgångsslag	1999	1995-1999
Svenska nominella lån	0,3	9,3
Utländska nominella lån	-2,5	6,8
Svenska reala lån	0,1	7,4
Fastigheter, aktier i fastighetsbolag	13,2	10,4

³ Mercer har använt de officiella indextalen och beräknat inflationsförändringen genom att dividera indextalet för december år t med indextalet för december år t-1. Detta sätt används entydigt vid pensionsvärdesäkring och indexering av långsiktiga åtaganden. Även andra officiella KPI-tal finns, en serie överensstämmer med de som AP-fonden angivit. Dessa används för mer kortsiktig analys samt i penningpolitiska sammanhang.

4.1.1 Sammanfattning av första–tredje fondstyrelsernas resultatuppföljning

Skr. 1999/2000:132

Förvaltningens mål

Det uppdrag som riksdagen givit första–tredje AP–fonden och dess förvaltning är att förvalta fondmedlen så att bidraget blir till största möjliga nytta för försäkringen för tilläggspension. Det övergripande målet är att maximera tillgångarnas totalavkastning på lång sikt. Medlen skall placeras så att krav på långsiktigt hög avkastning, tillfredsställande betalningsberedskap och riskspridning samt betryggande säkerhet tillgodoses. Fondstyrelserna skall därutöver fastställa närmare mål för sin placeringsverksamhet.

Enligt den placeringspolicy som första–tredje fondstyrelserna fastställt skall tillgångarna placeras så att avkastningen ger en realvärdesäkring av fondkapitalet. På längre sikt bör kapitalet dessutom följa tillväxten i den reala lönesumman.

Fondstyrelserna fastställer årligen en verksamhetsplan som anger hur fondmedlen skall förvaltas för att målen enligt placeringspolicyen skall kunna uppnås. Av verksamhetsplanen framgår den placeringsinriktning som bäst förväntas uppfylla målen för fondförvaltningen.

Tabell 7. Historisk utveckling för avkastning och risk

Tillgångsslag	Avkastning	Standardavvikelse	Avkastning/Standardavvikelse
Nom. Räntebärande SEK	11,0 %	3,9 %	2,8
Realräntelån	5,8 %	5,2 %	1,1
Nom. Utländska räntebärande	8,4 %	3,3 %	2,5
Fastigheter	8,2 %	41,2 %*	0,2

*När första–tredje fondstyrelserna beräknat referensportföljen (se tabell 8) har man antagit 10 % standardavvikelse.

Första–tredje fondstyrelserna konstaterar i sin utvärdering att portföljens fördelning mellan olika tillgångsslag, även inom de gällande placeringsreglerna, är av mycket stor vikt för fondens risk och avkastning. Ser man till de olika tillgångarnas utveckling under den senaste tioårsperioden har framförallt nominella räntebärande placeringar i kronor och placeringar i fastigheter, vilka jämfört med portföljens övriga tillgångar inneburet hög risk, givit god avkastning. Första–tredje fondstyrelserna har i sin utvärdering på grundval av antagande om avkastning och risk tagit fram en referensportfölj och en effektiv front. Detta för att visa vilka begränsningar som gällande placeringsreglemente ger.

Enligt de senaste årens verksamhetsplaner har inriktningen varit att ändra portföljsammansättningen så att det reala inslaget i portföljen blir större. Dessutom har betydelsen av diversifiering genom att investera i olika tillgångsslag och utländska tillgångar betonats. Fondstyrelsernas beslut beträffande placeringsinriktningen för år 1999 sammanfattas i tabell 8.

Tabell 8. Placeringsinriktning enligt verksamhetsplanen för år 1999 (andel av portföljen)

Tillgångsslag	Utgående dec 1998	Mål med restriktioner	Ett räkneexempel (utan restriktioner)	Utgående dec 1999
Nominella svenska räntebärande	78 %	75 %	32 %	75 %
Reala räntebärande	10 %	10 %	22 %	10 %
Fastigheter och fastighetsaktier	4 %	5 %	27 %	6 %
Nominella utländska räntebärande	8 %	10 %	19 %	9 %

Det övergripande avkastningsmålet har preciserats för vart och ett av tillgångsslagen i portföljen och skall, mätt som rullande femårsmedeltal, vara högre än för valda jämförelseindex. De olika målen framgår av tabell 9. För samtliga tillgångsslag är målen definierade genom att portföljens avkastning sätts i relation till ett lämpligt index. För vissa tillgångsslag, som exempelvis onoterade reallån samt vissa europeiska fastighetsaktier, saknas relevanta jämförelseindex. Detta har lett till att första–tredje fondstyrelserna inte kunnat formulera något avkastningsmål i dessa delportföljer.

Tabell 9. Långsiktiga avkastningsmål

Tillgångsslag	Mål
Nominella placeringar	Överträffa avkastningen för fondens interna marknadsindex
Placeringar i valuta	Överträffa avkastningen för Salomon Smith Barneys G5-index
Reala räntebärande placeringar	Överträffa ett reallån marknadsindex (OMRX-REAL)
Noterade fastighetsaktier, REIT	Överträffa avkastningen för Nareit
Onoterade svenska fastighetsaktier	Överträffa svenskt fastighetsindex
Onoterade utländska fastighetsaktier	Överträffa Investment Property Databank

Under det senaste året har andelen utländska tillgångar ökat till 9 %. Därmed är fondens tillgångsallokering nära nog densamma som de begränsningar som ställs upp genom placeringsreglerna. En sådan portfölj, med 85 % i svenska räntebärande tillgångar, 10 % i utländska tillgångar och 5 % i fastigheter, anges av fondstyrelserna som en lämplig normalportfölj ur riskspridningshänseende. Placeringsreglerna upplevs därigenom som begränsande för förvaltningen på så sätt att det vore önskvärt med möjligheter att avvika från den valda normalportföljen genom såväl underviktning som överviktning. I den portfölj som anges som "ett räkneexempel" skulle första–tredje fondstyrelsen exempelvis mer än halvera innehavet av nominella svenska obligationer.

Fondstyrelserna har möjlighet att antingen själva förvalta fondmedlen eller att lämna ut dem till extern förvaltning. Förvaltningen av svenska räntebärande värdepapper sköts av fonden. För placeringar i utländska räntebärande värdepapper och utländska fastigheter har fondstyrelserna anlitat extern förvaltning. År 1997 beslutade riksdagen att fondstyrelsernas svenska fastighetsförvaltning skulle bolagiseras. Vid utgången av år 1999 var bolagiseringen genomförd. Fondstyrelsernas placeringar finns i huvudsak det helägda bolaget AP Fastigheter AB. Koncernen inriktar sig på att äga och förvalta kommersiella fastigheter och bostadsfastigheter i svenska stor- och universitetsstäder.

Riskprofil

Första–tredje fondstyrelserna presenterar i utvärderingen av förvaltningen en tämligen omfattande beskrivning av de risker som verksamheten är förknippad med. De risker som kommenteras är inflationsrisk, kreditrisk, ränterisk, likviditetsrisk, valutarisk och administrativ risk. Riskerna i första–tredje fondstyrelsernas portfölj domineras av inflations- och ränterisken. Under de senaste två åren hade man kunnat låta valutakursrisken öka till följd av de ökade utländska placeringarna. Första–tredje fondstyrelserna har istället valt att valutasäkra utländska placeringar.

Eftersom första–tredje fondstyrelsernas placeringar består i huvudsak av nominella placeringar i svenska kronor (75 %), kommer hög inflation att innebära att fondstyrelsernas reala avkastning blir lägre. Inflationsrisken har minskats genom innehaven i tillgångar med realavkastning och utländska tillgångar. I förvaltningen har fondstyrelserna utnyttjat de möjligheter till diversifiering som finns enligt placeringsreglerna genom innehaven av utländska tillgångar och fastigheter.

Ränterisken kan ses som hur stor värdeförändringen blir vid en förändring av ränteläget. Såväl nominella obligationer som realränteobligationer är förknippade med ränterisk.

Förvaltningen av de svenska nominella lånen utvärderas mot ett internt index. Indexet återspeglar i huvudsak löptidsstrukturen på den svenska räntemarknaden. En struktur som första–tredje fondstyrelserna har svårt att avvika ifrån i sina placeringar på grund av fondens dominerande ställning på marknaden.

Den utländska portföljens förvaltning utvärderas mot investmentbanken Salomon Smith Barney G-5:index. Fondens portfölj hade vid utgången av år 1999 ett marknadsvärde om 50,4 miljarder kronor exklusive valutaterminer. Marknadsvärdet för den externt förvaltade portföljen uppgick vid utgången av år 1999 till 3,1 miljarder kronor exklusive valutaterminer. För den del av den utländska portföljen som förvaltas av första–tredje fondstyrelserna hade vid utgången av år 1999 ingen riskavvikelse gentemot index. Denna delportföljs duration var 5,6 år vid slutet av år 1999. En mindre delportfölj förvaltas externt. Denna hade under året en avsevärt lägre duration, 3,2 år. Vid slutet av året var jämförelseindexets duration 5,6 år medan första–tredje fondstyrelsernas totala utlandsportfölj hade en duration på 5,5 år.

Realränteobligationernas nominella avkastning påverkas dels av KPI:s utveckling under det senaste året, dels av realräntan. Realräntan varierar, enligt fondstyrelsernas utvärdering, vanligtvis mindre än obligationsräntorna. Fondstyrelserna har valt att bygga upp ett innehav av realränteobligationer som har en avsevärt längre löptid än den nominella obligationsportföljen. För de marknadsnoterade realräntelånen var durationen 12,6 år vid slutet av år 1999. Syftet med denna skillnad i duration är att realräntelånens riskprofil väsentligt skall skilja sig från de nominella lånen. Den absoluta risken bedöms ändå som lägre i den reala portföljen än i den nominella på grund av att den reala portföljen är avsevärt mindre.

Första–tredje fondstyrelserna kan ta valutarisk genom placeringar i räntebärande värdepapper denominerade i utländsk valuta och i utländska fastigheter. Enligt styrelsebeslut skall utländska placeringar i normalfallet valutasäkras. Detta görs genom lånefinansiering i utländsk valuta och försäljning av utländsk valuta på termin.

Slutligen kan man konstatera att fondernas kreditrisker bedöms som låga. Detsamma gäller likviditetsrisker.

Avkastning

Första–tredje fondstyrelsernas totala avkastning uppgick under år 1999 till 0,6 %. Under de senaste fem åren har den genomsnittliga avkastningen varit 9,2 % i nominella termer och 8,3 % i reala termer. Som framgått av föregående avsnitt placerar första–tredje fondstyrelserna huvuddelen av kapitalet i nominella räntebärande värdepapper. Med undantag för år 1999 har räntenivåerna under femårsperioden som helhet sjunkit. Det har bidragit till att avkastningen för perioden varit relativt hög. Under hela perioden har inflationen varit på en historiskt sett låg nivå vilket också bidragit till en hög realavkastning. Fonden har således uppnått det övergripande målet att realvärdesäkra fondkapitalet.

För respektive tillgångsslag utvärderas resultatet genom en jämförelse med antingen ett index eller med andra förvaltares resultat.

Placeringarna i nominella räntebärande värdepapper i kronor jämförs med ett internt index. Under år 1999 var avkastningen på dessa tillgångar 0,4 % vilket är en överavkastning med 0,3 procentenheter jämfört med jämförelseindexets avkastning. Under den senaste femårsperioden var den genomsnittliga årsavkastningen på fondens nominella placeringar i kronor 9,5 % medan jämförelseindexets avkastning var 9,4 %. Den riskrelaterade avkastningen mätt som sharpkvot var 1,3 både för fondens förvaltning av nominella räntebärande tillgångar den senaste femårsperioden och för jämförelseindexet.

Förvaltningen av nominella räntebärande värdepapper i utländsk valuta jämförs med ett internationellt obligationsindex; Salmon Smith Barneys G-5 index. För en mindre del av de utländska obligationerna har förvaltningen utförts av en extern förvaltare. Av tabellen nedan framgår det att förutom under år 1999 har den totala avkastningen, exklusive valutasäkringar, varit något över den för jämförelseindexet. Samtidigt har, som konstaterades i föregående avsnitt, risken i förvaltningen varit något lägre

än för jämförelseindexet. Risken i portföljen har där minskats ytterligare genom att de utländska tillgångarna valutasäkras.

Skr. 1999/2000:132

Tabell 10. Avkastning på placeringar i utländska räntebärande värdepapper

Tillgångsslag	1999	1995–1999 genomsnitt
1–3 AP-fonden	3,0 %	11,4 %
Extern förvaltare	–0,4 %	8,0 %
Total avkastning	2,9 %	10,1 %
Valutasäkring	–5,4 %	–2,8 %
Total avkastning inklusive valutasäkring	–2,5 %	6,8 %
Jämförelseindex ej valutasäk- rat	4,6 %	10,0 %

För placeringarna i realränteobligationer finns endast jämförelseindex tillgängligt för de senaste fyra åren. Därtill kan inte hela fondens innehav av realränteobligationer ses som likvida. Under det senaste året var avkastningen på realräntelånen 0,1 %. Under de senaste fem åren har avkastningen i genomsnitt varit 7,4 %. För de år där jämförelse kan göras, år 1996–1999, var den genomsnittliga årsavkastningen på jämförelseindexet OMRX-REAL 6,4 % men den genomsnittliga avkastningen i fondens förvaltning var 7,3 %. Överavkastningen kan enligt fonden i huvudsak förklaras av att man valt en längre löptid för placeringarna i realränteobligationer än vad som ingår i indexet.

Under år 1999 har avkastningen på fastighetsplaceringarna varit 13,2 %. Det är den högsta årliga avkastningen under den senaste femårsperioden. För perioden 1995–1999 avkastade fastighetsplaceringarna 10,4 % per år.

För svenska fastigheter uppgick totalavkastningen till 16 % och för utländska fastigheter 17,4 %, mätt i svenska kronor. De utländska fastighetsaktierna avkastade –9,5 % under år 1999.

4.2 Fjärde, femte och sjätte fondstyrelserna

De fjärde, femte och sjätte fondstyrelserna skall enligt APR, inom ramen för vad som är till nytta för ålderspensionssystemet, placera anförtrodda medel på riskkapitalmarknaden. Fjärde och femte fondstyrelsernas medel får bl.a. placeras i aktier och konvertibler i svenska och utländska bolag. Fondmedlen skall placeras så att kraven på långsiktighet, hög avkastning och riskspridning tillgodoses. Maximalt 10 % av förvaltade medel får placeras i utländska aktier, fondandelar eller vissa andra utländska tillgångar. Fjärde och femte fondstyrelsen får som mest förvärva en andel som motsvarar 10 % av rösterna i ett aktiebolag som är inregistrerat på en svensk börs. Sjätte fondstyrelsen får förvärva 30 %. Detta gäller inte förvärv av aktier i onoterade bolag.

Medlen har successivt rekvirerats från första–tredje fondstyrelserna och utgör fondstyrelsernas grundkapital. Det får inte överstiga, för var och en, 1 % av första–tredje fondstyrelsernas sammanlagda fondkapital (anskaffningsvärdet) vid utgången av föregående år.

Fjärde och femte fondstyrelserna skall årligen till första–tredje fondstyrelserna överföra motsvarande 3 % av grundkapitalets nuvärde, dvs. grundkapitalet uppindexerat med utvecklingen av konsumentprisindex. Avkastningen för 1999 uppgick till 0,5 miljarder kronor. Fjärde och femte fondstyrelsen rekvirerade sammanlagt 0,5 miljarder kronor under 1999. Fjärde och femte fondstyrelsens grundkapital uppgår därmed till 5,7 respektive 5,9 miljarder kronor. Det högsta möjliga grundkapitalet var ca 5,9 miljarder kronor för respektive styrelse.

Tabell 11. Resultatsammanställning för fjärde, femte och sjätte fondstyrelserna, miljarder kronor

	Fjärde		Femte		Sjätte	
	1999	1998	1999	1998	1999	1998
Årets resultat	7,9	3,9	3,6	0,9	1,4	0,7
+Ej realiserade kursvinster/förluster vid marknadsvärdering	50,5	3,1	4,6	0,4	5,3	0,2
=Marknadsvärderat resultat	58,4	7,0	8,2	1,3	6,6	0,9
Fondkapital	147,5	89,1	23,7	14,7	18,8	12,2
Avkastning, %	64,7	9,0	53,1	6,7	55,8	8,4
KPI, förändring, %	1,2	-0,6	1,2	-0,6	1,2	-0,6
Real avkastning, %	62,8	9,7	51,3	7,3	54,0	9

4.2.1 Sammanfattning av fjärde fondstyrelsens resultatuppföljning

Fjärde fondstyrelsen omformulerade under 1999 det övergripande målet för förvaltningen. Det nya målet är: Fjärde fondstyrelsen skall löpande under en femårsperiod nå en totalavkastning som överstiger valt benchmark med 5 procentenheter.⁴ För att nå denna överavkastning måste fonden generera en årlig överavkastning på 0,98 procentenheter. Risknivån, mätt som aktiv risk, skall för den svenska förvaltningen inte överstiga 6 %. Den aktiva risken i den utländska portföljen skall inte överstiga 9 %. Fondens riskjusterade avkastning, mätt som informationskvot skall i genomsnitt överstiga 0,15. För portföljens olika komponenter sker en utvärdering mot lämpliga jämförelseindex.

⁴ Om inget annat anges avser avkastningssiffrorna för fjärde, femte och sjätte fondstyrelserna nominella tal.

Tabell 12. Fjärde fondstyrelsens portfölj och avkastningsmål för olika tillgångsslag

Skr. 1999/2000:132

Tillgångsslag	Portföljvikt	Intervall	Index*	Mål
Svenska aktier	90 %	87,5-92,5 %	reviderat FDAX	+ 1,05 %- enheter
Utländska aktier	7,5 %	5-10 %	Sammanvägt	+ 0,5 %- enheter
Likvida medel	2,5 %	0-5 %	OMRX-TBILL	+/- 0,0 %

* FDAX är Findatas avkastningsindex. Utländsportföljen utvärderas mot ett index sammanvägt av 65 % MCI Europa exkl. Sverige samt 35 % MCI Världen exkl. Europa. OMRX-TBILL är ett index som statsskuldväxlar.

I år presenterar fjärde fondstyrelsen viss utvärdering i årsredovisningen. Merparten av den kvantitativa utvärderingen är gjord av konsultföretaget MPIR.

Fjärde fondstyrelsens utvärdering

I sin årsredovisning konstaterar fjärde fondstyrelsen att den genomsnittliga avkastningen på fondkapitalet under den senaste femårsperioden uppgår till ca 31 % per år. Fjärde fondstyrelsens avkastning för svenska aktier har den senaste femårsperioden i genomsnitt uppgått till 32,7 %, vilket är något sämre än jämförelseindex som uppgått till 33,1 %. Förklaringar till att avkastningen under femårsperioden varit något sämre än jämförelseindex är att tidigare års avkastning inte varit i nivå med jämförelseindex samt att likviditetsandelen av portföljen under tidigare år varit för hög.

Vid utgången av år 1999 uppgick fjärde fondstyrelsens likviditet till 2,4 % av kapitalet, 91 % av kapitalet var placerat i svenska aktier och 6,6 % av kapitalet var placerat i utländska aktier. Detta innebär både att likviditeten har minskat under året och att innehavet av utländska tillgångar har ökat. Gentemot referensportföljen var fjärde fondstyrelsen underviktad i utländska aktier och överviktad i svenska aktier.

Förvaltningen av svenska aktier utgör således fondstyrelsens huvudsakliga verksamhetsområde. Förvaltningsresultatet jämförs med utvecklingen av ett till vissa delar reviderat Findatas avkastningsindex. Avkastningsmålet formulerades i februari 1999 och har för perioden varit att fondens avkastning för den svenska aktieportföljen skall ha varit 1,05 procentenheter högre än avkastningen på jämförelseindexet. Över en femårsperiod motsvarar det en överavkastning på ca 5,4 procentenheter. Under de senaste året har avkastningen på fondens portfölj av svenska aktier varit 69,1 % medan jämförelseindex uppnådde 67,4 %. För femårsperioden har fondens svenska aktieportfölj avkastat 32,7 % medan jämförelseindex avkastat 33,1 %. Hade gällande mål, en överavkastning på ca 5,4 % formulerats år 1995 hade det för femårsperioden inte uppnåtts.

Den utländska aktieportföljen har under år 1999, i linje med de uppsatta målen om tillgångsfördelningen i referensportföljen, tillförts medel och uppgick vid årsskiftet till 6,6 %. Den högre andelen beror både på att nya medel tillförts portföljen och på att utvecklingen på de utländska bör-

serna varit gynnsam. Under år 1999 var avkastningen på fondens utländska portfölj drygt 33,5 % medan referensindex steg med 24,1 %. Utifrån resultatet under de senaste fem åren betecknar fjärde fondstyrelsen utfallet av förvaltningen av utländska aktier som tillfredsställande. Totalt sett för hela perioden har avkastningen varit knappt 200 %, vilket motsvarar en årlig genomsnittlig avkastning under femårsperioden på 24,3 %. Tyvärr saknas jämförelseindex för motsvarande period.

En mindre del av fondkapitalet placeras i onoterade bolag. Vid utgången av år 1999 var det uppskattade marknadsvärdet för dessa 1050 miljoner kronor.

Årsavkastningen på fjärde fondstyrelsens likvida medel var 3,4 % under år 1999 medan avkastningen på jämförelseindexet var 3,3 %. Under den senaste femårsperioden har avkastningen på fjärde fondstyrelsens likviditet varit knappt 6 % vilket är något högre än jämförelseindexets avkastning på knappt 5,4 %.

Den totala avkastningen på fondens placeringstillgångar uppgick till 64,7 % under år 1999. Ett vägt jämförelseindex under samma period visar på en uppgång på 61,9 %. Den riskjusterade avkastningen, mätt som informationskvot, uppgick till 0,70.

MPIR:s utvärdering

I syfte att kunna presentera en riskjusterad avkastningsanalys av hög klass har fjärde fondstyrelsen givit konsultföretaget MPIR i uppdrag att utvärdera fondens förvaltning. MPIR:s utvärdering görs dels övergripande för perioden 1985–1998, dels mer detaljerat för perioden 1995–1998. Därtill har en särskild utvärdering gjorts för år 1999. Tyvärr har MPIR koncentrerat analysen till totalportföljen och till den svenska aktieportföljen. Det skulle varit mycket intressant om motsvarande analys hade gjorts på den utländska delportföljen.

MPIR konstaterar att fjärde fondstyrelsens totala avkastning under år 1999 uppgick till 64,7 % vilket är ca 3 procentenheter högre än avkastningen på det jämförelseindex som MPIR använder. MPIR:s index för den totala portföljen består av en sammanvägning av de olika delportföljernas jämförelseindex. För femårsperioden avkastade fjärde fondstyrelsen i paritet med index. Risken (mätt som standardavvikelse) i den svenska aktieportföljen har varit något högre än FDAX. Den aktiva risken har ökat något under femårsperioden och var under år 1999 4,0 %. Det är emellertid klart lägre än taket som är satt till 8,0 %.

I likhet med tidigare års analys vidhåller MPIR att fjärde fondstyrelsens aktieförvaltning tenderar att ge ett bättre resultat, relativt sett, när börsen utvecklas svagt och på motsvarande sätt ge ett sämre resultat när börsen utvecklas starkt. MPIR menar att det är mot den bakgrunden som förvaltningsresultatet skall ses. Åren 1995–1999 har varit exceptionellt goda börsår. Trots det har fonden i stort sett för perioden som presterat i paritet med jämförelseindex.

I bidragsanalysen beskrivs vilka tillgångar som bidragit särskilt mycket till 1999 års överavkastning, samt vilka tillgångar som bidragit till underavkastningen. För året som helhet bidrog övervikten i läkemedel samt undervikten i IT/Telekom negativt till överavkastningen. Under-

vikten i sektorerna, investmentbolag och bank och finans bidrog däremot positivt.

Skr. 1999/2000:132

Under årets 10 första månader bidrog cykliska aktier och aktier i tillverkningsindustri positivt till överavkastningen. Under årets 2 sista månader föll emellertid både cykliska aktier och aktier i tillverkningsindustrin. För fonden ledde det till att övervikten i dessa branscher kraftigt bidrog negativt till avkastningen.

4.2.2 Sammanfattning av femte fondstyrelsens resultatuppföljning

Femte fondstyrelsen konstaterar i sin årsredovisning att nya tydliga mål för utvärdering nu är på plats. Fondens totalportfölj är nu uppdelad i 3 delportföljer, svenska aktier, utländska aktier och räntebärande placeringar. Varje delportfölj mäts mot ett separat index och totalportföljen mot ett sammanvägt totalindex.

Tabell 13. Femte fondstyrelsens portfölj och avkastningsmål för olika tillgångsslag

Tillgångsslag	Portföljvikt	Intervall	Index*	Mål
Svenska aktier	88 %	80-96 %	FDAX	+ 0,8 %- enheter
Utländska aktier	8 %	5-15 %	STOXX 50	+/- 0 %
Likvida medel	4 %	0-8 %	OMRX TOT	+ 0,2 %- enheter

* FDAX är Findatas avkastningsindex. STOXX 50 är ett index omfattande 50 stora europeiska bolag. OMRX TOT är ett index som innefattar statsobligationer, statsskuldväxlar och bostadsobligationer.

Liksom fjärde fondstyrelsen har femte fondstyrelsen anlitat MPIR för att göra en kvalitativ utvärdering av förvaltningen. Viss avkastningsanalys redovisas i femte fondstyrelsens årsredovisning.

Femte fondstyrelsens utvärdering

Femte fondstyrelsen redovisar i sin årsredovisning att den genomsnittliga avkastningen på totalportföljen under den senaste femårsperioden uppgår till ca 30,1 % per år medan jämförelseindex avkastat 32,4 %. Totalportföljen har under år 1999 underavkastat med knappt 10 procentenheter. För år 1999 har femte fondstyrelsens samtliga delportföljer underavkastat i jämförelse med respektive index.

Vid utgången av år 1999 uppgick femte fondstyrelsens räntebärande portfölj till 5 % av kapitalet, 87,8 % av kapitalet var placerat i svenska aktier och 7,2 % av kapitalet var placerat i utländska aktier. Vid ingången av år 1998 stod Roche Holding för mer än 80 % av den utländska portföljen. Under år 1999 reducerades Roche-innehavet och frigjorda tillgångar placerades i en diversifierad portfölj av europeiska bolag (enligt fördelningen STOXX 50).

Förvaltningen av svenska aktier utgör således fondstyrelsens huvudsakliga verksamhetsområde. Förvaltningsresultatet jämförs med utvecklingen av Findatas avkastningsindex. Sedan december 1998 har det gäl-

lande målet för fondens avkastning för den svenska aktieportföljen varit att överträffa jämförelseindex med 0,8 % per år. Över en femårsperiod motsvarar det en överavkastning på ca 4 procentenheter. Under de senaste året har avkastningen på fondens portfölj av svenska aktier varit 61,5 % medan jämförelseindex uppnådde 69,8 %. För femårsperioden har fondens svenska aktieportfölj i genomsnitt per år avkastat 31,9 % medan jämförelseindex avkastat 32,9 %. Femte fondstyrelsens placeringsinriktning har till viss del förändrats under året. Under- respektive övervikter har omprövats, vilket lett till att den aktiva risken kunnat minskas.

Den utländska aktieportföljen har under år 1999 underavkastat med 17 procentenheter i jämförelse med index. Fondens utländska aktieportfölj avkastade under år 1999 13 % medan index steg 30 %. Även ränteportföljen underavkastade under år 1999. Avkastningen var drygt en halv procentenhet lägre än OMRX total.

MPIR:s utvärdering

Femte fondstyrelsen har precis som den fjärde fondstyrelsen givit konsultföretaget MPIR i uppdrag att granska fondens resultat för perioden 1995–1999, med betoning på utvecklingen under år 1999. I utvärderingen beskrivs avkastningen på den totala portföljen samt avkastningen och risken för aktieportföljen (svenska och utländska aktier sammantaget). Ränteportföljen analyseras kortfattat.

MPIR konstaterar att samtliga delportföljer under det gångna året underavkastat jämfört med index. Man konstaterar också att den aktiva risken, mätt som standardavvikelse, är lägre än jämförelseindex.

Resultatet för 1999 i jämförelse med index är, enligt MPIR, i riskjusterade termer, relativt bra. Dessutom menar man att det faktum att fonden nyligen bytt ledning samt anpassar sig till de förhållande som kommer att råda fr.o.m år 2001 gör det svårt att dra några långtgående slutsatser om avkastningen.

4.2.3 Sammanfattning av sjätte fondstyrelsens resultatuppföljning

Sjätte fondstyrelsen har inkommit med en utvärdering av verksamheten för år 1999. Utgångspunkter för utvärderingen har varit årsredovisningen för år 1999, verksamhetsplanen för år 1999. Mål och strategier för fonden. Fondens riktlinjer för värderingen av investeringsverksamhetens portfölj och fondens finanspolicy (som gäller fr.o.m. 1999–12–21).

Organisation och mål

Sjätte fondstyrelsens verksamhet bedrivs inom två verksamhetsområden, kapitalförvaltning och investeringsverksamhet. Inom kapitalförvaltningen förvaltar fondstyrelsen medel i noterade aktier, räntebärande värdepapper samt vedertagna derivatinstrument på aktie- och räntemarknaden. Inom investeringsverksamheten genomförs såväl direkta som indirekta

investeringar i onoterade bolag. Indirekta investeringar görs genom fonder och investeringsbolag.

För år 1999 var det övergripande verksamhetsmålet att inom ramen för fondens uppgift och placeringsregler i ett femårigt perspektiv maximera avkastningen på fondmedlen, dvs. lägst uppnå en portfölj avkastning i nivå med Findatas avkastningsindex (FDAX). Detta baserat på en portfölj med god riskspridning.⁵ Fr.o.m. år 1999 mäts avkastningen för hela fondens portfölj jämfört med FDAX. Eftersom fonden först under år 1999 varit fullinvesterad i aktier är en sådan jämförelse dock inte relevant för åren 1996–1998. Tidigare år har fonden haft ett separat mål för förvaltningen av räntebärande instrument. Att enbart mäta totalportföljen i jämförelse mot FDAX avspeglar förändringen av tillgångsallokeringen till en fond som är fullinvesterad i aktier.

Tabell 14. Sjätte fondstyrelsens avkastningsmål för olika tillgångslag

Tillgångslag	Mål
Räntebärande placeringar	OMRX-Government
Börsnoterade aktier	Fondens avkastning på aktier skall överstiga FDAX.
Investeringsverksamheten för onoterade innehav	”Kortsiktigt mål” är att den interna avkastningen (IRR) skall vara lika med 20 %. På lång sikt skall avkastningen vara högre än avkastningen för FDAX.

Resultatrapportering

Sjätte fondstyrelsen inledde sin verksamhet under slutet av år 1996. Då tillfördes grundkapitalet om 10,4 miljarder kronor. Indelningsvis var kapitalet placerat i räntebärande värdepapper. Under de följande två åren har omfattande köp av noterade aktier genomförts. Samtidigt har investeringsverksamheten byggts upp. Vid slutet av år 1999 hade fonden ägarandelar i mer än 210 onoterade bolag. I 46 av dessa var ägandet direkt. De resterande ägdes indirekt via 19 venture capitalfonder. Under år 1999 var avkastningen på det totala kapitalet 55,8 %. Jämförelseindex för år 1999 visade på en avkastning på 69,4 %, vilket således inneburit att fonden underavkastat 13,6 procentenheter. Sedan verksamheten inleddes har den ackumulerade avkastningen varit 84 %.

Tabell 15. Sjätte fondstyrelsens marknadsvärde i december 1999 samt avkastning

	Marknadsvärde Mdkr	Andel	Avkastning 1999
Kapitalförvaltningen	16,2	86,2 %	60,4 %
Investeringsverksamheten	2,6	13,8 %	33,35 %
Totalt	18,8	100 %	55,8 %

⁵ För att fastställa ett måltal för risknivån inom Kapitalförvaltningen totalt kommer fonden att fr.o.m år 2000 mäta den aktiva risken.

Kapitalförvaltningen är uppdelad i 4 delportföljer:

- Basportfölj - Långsiktig kapital- och likviditetsförvaltning med syfte att uppfylla placeringsstrategin.
- Financial Engineering - Finansiella strategier som utnyttjar sjätte fondstyrelsens komparativa fördelar och marknadsposition i syfte att er-hålla en högre långsiktig avkastning.
- Positionstagning - Kortsiktig positionstagning i syfte att utnyttja mark-nadsrörelser till att nå ett bättre resultat.
- Aktiva innehav - Långsiktiga placeringar i noterade bolag, i vilka sjätte fondstyrelsen skall agera som aktiva ägare direkt eller indirekt via styrel-serepresentation.

Avkastningen på det totala kapitalet inom kapitalförvaltningen var 60,4 % under år 1999. Under perioden 1998–1999 har avkastningen för fonden i genomsnitt varit 30 %. Siffran måste tolkas med stor försiktig-het eftersom fonden först år 1999 var fullinvesterad i aktier. För kapital-förvaltningen har avkastningen för år 1999 varit 60,4 % vilket är 9,4 pro-centenheter lägre än jämförelseindexets avkastning. Basportföljen och Financial Engineering överträffade sina respektive mål, medan Trading och Aktiva Innehav inte uppfyllde de uppsatta avkastningsmålen. Bas-portföljens avkastning var 69,9 %, medan jämförelseindexets avkastning var 69,76 %. För delportföljen Aktiva var avkastningen 3,6 %, vilket är en underavkastning med 66,3 procentenheter.

Den riskjusterade avkastningen är lägre för fonden (Basportföljen och Aktiva innehav) än för jämförelseindex. Basportföljen uppvisar en riskjusterad avkastning som är något högre (3,23 %) än för jämförelse-index (3,19 %). Aktiva innehav uppvisar en försumbar riskjusterad av-kastning.

Investeringsverksamheten

Investeringsverksamheten har delats in i fyra grenar.

- Investeringar arbetar branschövergripande med större engagemang i både tillväxtbolag och mogna verksamheter.
- Närhetsinvesteringar bygger upp och utnyttjar geografiskt baserade nätverk för branschövergripande investeringar i både tillväxtbolag och mogna verksamheter.
- AP Technology Ventures som verkar inom IT, telekom, media samt miljö och energi
- AP Life Science Ventures som verkar inom läkemedel, bioteknik, me-dicinsk teknik och hälsovård.

Fondstyrelsen konstaterar i sin utvärdering att investeringar i onoterade bolag i regel är av långsiktig karaktär. Eftersom upparbetade övervärden realiserar först vid avyttring är det svårt att bedöma resultat och avkastning för en bestämd period.

Fondstyrelsen presenterar dock dels ett resultat enligt European Private Equity and Venture Capital Associations (EVCA) riktlinjer, dels en be-räkning av IRR (Internal rate of Return), vilken bygger på en nuvärdes-

beräkning av samtliga transaktioner i samband med ett projekt. Resultatet enligt EVCA:s riktlinjer är 504 miljoner kronor. Resultatet består av realisationsvinster vid försäljning av bl.a. Framfab och Tillquist Analys Intressenter samt realisationsförluster vid avyttring av bl.a. Interverbum och Celtec Packaging. Därtill har sjuätte fondstyrelsen tillskjutit kapital till Netsys och Götaverken Miljö. För perioden 1996–1999 visar Investeringsverksamheten på ett resultat på 482 miljoner kronor.

Skr. 1999/2000:132

Arbetet med att ta fram riktlinjer för riskmätning inom investeringsverksamheten pågår. Enligt sjuätte fondstyrelsens slutsatser i utvärderingen saknas praxis för sådan mätning. Fonden arbetar därför intensivt för att ta fram riktlinjer för mätning av olika riskexponeringar.

5 Regeringens utvärdering av fondstyrelsernas verksamhet

Skr. 1999/2000:132

I följande avsnitt presenteras regeringens bedömning av fondstyrelsernas mål och förvaltningsresultat. I år, liksom förra året, har regeringen haft konsultföretaget William M Mercer (Mercer) till sin hjälp i utvärderingen. Mercers slutsatser återges kortfattat i respektive avsnitt.

5.1 Utvärdering av första–tredje fondstyrelserna

5.1.1 Första–tredje fondstyrelsernas mål och placeringsinriktning

Regeringens bedömning: Första–tredje fondstyrelsernas mål för de olika delportföljerna är formulerade på ett i stort sett bra sätt. Det av fondstyrelserna uppsatta målet för den totala portföljen är emellertid mindre tillfredsställande. Det är önskvärt att ett investeringsbart och tydligt mål presenteras för hela portföljens avkastning och risk.

Regeringen delar första–tredje fondstyrelsernas syn att ökade placeringar i utländska tillgångar är fördelaktig. Beträffande den utländska nominella portföljen vore det önskvärt om första–tredje fondstyrelserna kunde precisera huruvida man avser att överträffa ett valutasäkrat eller ett icke valutasäkrat index.

Första–tredje fondstyrelsernas målformulering och tillgångsallokering: Första–tredje fondstyrelserna har som övergripande mål att realvärdesäkra fondkapitalet. Vidare har fondstyrelserna fastslagit att fondkapitalet skall följa utvecklingen för den reala lönesumman.

De operativa målen är att avkastningen på fondens placeringar i svenska nominella räntebärande värdepapper skall överstiga ett internt konstruerat index, att avkastningen på utländska nominella räntebärande värdepapper skall överstiga ett fastställt index (SSBG5) och att avkastningen på fastighetsplaceringarna skall överstiga olika externa index. De utländska fastighetsplaceringarnas avkastning skall dessutom överstiga externa marknadsindex. Samtliga dessa mål gäller över rullande femårsperioder.

Risken i förvaltningen begränsas bl.a. genom att jämförelseindex samt tillåtna avvikelser från dessa fastställs.

Vad gäller den långsiktiga tillgångsallokeringen har fondstyrelserna bestämt att innehaven av utländska nominella räntebärande värdepapper bör öka.

Regeringens skrivelse för år 1998: Regeringen ansåg att det av fondstyrelsen uppsatta målet för den totala portföljen inte var tillfredsställande. Ett investeringsbart och tydligt mål för hela portföljens avkastning och risk borde kunna presenteras.

Regeringen ifrågasatte värdet av att i den utsträckning som skett, valutasäkra innehaven i utländska tillgångar. Regeringen menade att en valutaexponering kunde ge fondstyrelsernas portföljer en lägre total

risk genom att portföljens inflationsrisk diversifierades genom valutaexponeringen.

Mercers utvärdering: I 1998 års utvärdering efterlyste Mercer att tillgångssidan borde bestämmas med utgångspunkt i fondens skuldsida dvs. tydliggöra kopplingen till AP-fondssystemet. I årets utvärdering har första-tredje fondstyrelserna tagit till sig kritiken. Fonden har för åren 1999–2000 gjort en ALM-studie.⁶ Slutsatsen av studien är att reglementets tillåtna gränser utnyttjas fullt ut.

Fondens referensportfölj sammanfaller i stort sett med den Mercer rekommenderat. Den kritik som riktas av Mercer i årets utvärdering är att det inte anges någon symmetrisk avvikelse från normalläget samt att det heller inte anges någon normalvikt.

I likhet med föregående år menar Mercer att realränteobligationer är en idealisk tillgång för pensionsförvaltare, men menar samtidigt att fonden redan har en så stor del av stocken att det inte är tillrådligt att ytterligare öka andelen.

Slutligen är Mercer tveksamma till första-tredje fondstyrelsernas beslut att valutasäkra de utländska tillgångarna. Bland annat menar man att ej valutasäkrade utländska placeringar skulle kunna innebära en viss minskad inflationsrisk i portföljen och därmed en säkrare real avkastning.

Skälen för regeringens bedömning: Detta år, liksom tidigare, vidhåller regeringen kritiken mot det av fondstyrelserna fastställda övergripande målet. Målet är förknippat med viss otydlighet. För en given period är det svårt att veta om målet är realvärdesäkring av fondkapitalet eller följsamhet med den reala lönesumman. Tolkas målet så att den reala avkastningen skall överstiga noll är målet relativt lågt satt. Den tioåriga riskfria realräntan har det senaste året varierat runt 3,85 %. Vidare är inte målet investeringsbart. Därmed är det inte självklart att det är möjligt att uppnå för fonden. Som regeringen konstaterade i utvärderingarna både 1997, 1998 och i år har fonden inte arbetat vidare med ett totalavkastningsmål. Regeringen konstaterar att AP-fondsreformen nu leder till att fonden inte kommer att prioritera detta arbete, utan arbetar med de mål som skall gälla i det reformerade AP-fondssystemet, vilket regeringen har förståelse för.

Regeringen konstaterar vidare att första-tredje fondstyrelserna arbetat för att ta fram en normalportfölj. Inom ramen för en tillgångsstudie har fonden framhållit de nuvarande placeringsreglernas restriktioner samt med hänsyn till dessa tagit fram en tillgångsfördelning och en effektiv front.

Trots placeringsrestriktionerna finns det möjligheter för första-tredje fondstyrelserna att genom tillgångsförvaltningen, t.ex. genom förändringar av andelen utländska tillgångar eller fastighetstillgångar, påverka avkastningen.

Under år 1999 har fondstyrelsen ökat andelen utländska nominella tillgångar i ränteportföljen från 7 % till knappt 9 %. Regeringen ser detta som en positiv utveckling i förvaltningen av den utländska ränteportföl-

⁶ En Asset Liability Management studie, en sk. ALM-studie, görs i syfte att matcha tillgångarna med skuldsidan i balansräkningen.

jen menar regeringen att det vore önskvärt om fondstyrelserna kunde precisera huruvida målet är att överträffa ett hedgat eller ohedgat index.

Fondstyrelserna använder sedan 1987 ett internt index vid utvärderingen av nominella räntebärande placeringar i svenska kronor. Fondstyrelserna menar att det i dag inte finns ett lämpligt jämförelseindex som skulle kunna användas. I regeringens skrivelse om AP-fondernas verksamhet både för åren 1997 och 1998 angavs att indexet borde beräknas av en oberoende tredje part. Det framhölls också i utvärderingen både 1997 och 1998. I årets utvärdering konstateras att det interna indexet fortfarande är i bruk. Regeringen vidhåller att det vore värdefullt om indexet för den inhemska nominella ränteportföljen beräknades av en extern part. Mot bakgrund av att AP-fondsreformen träder i kraft den 1 januari år 2001 är det nu inte längre prioriterat att förändra beräkningen av det interna indexet.

5.1.2 Första–tredje fondstyrelsernas förvaltning

Regeringens bedömning: Under år 1999 har första–tredje fondstyrelserna inte uppnått det kortsiktiga målet att realvärdesäkra fondkapitalet. Fondstyrelserna uppvisade under år 1999 en negativ realavkastning på 0,6 %. På sikt är placeringspolicyn att kapitalet skall följa den reala lönesumman. Under den senaste femårsperioden har det målet uppfyllts då den reala avkastningen på första–tredje fondstyrelsernas totala portfölj överträffat reallönetillväxten med ca 3 % per år. Avsaknaden av ett tydligt investeringsbart mål för den totala portföljen gör att det i år, i likhet med tidigare år, är svårt att värdera förvaltningsresultatet.

Avkastningen för den svenska nominella portföljen har enligt Mercers beräkningar varit 9,5 % per år⁷ i jämförelse med det interna indexet som i genomsnitt per år avkastat 9,4 %.

Utvärderingen av förvaltningen av den utländska räntebärande portföljen försvaras av att andelen valutasäkrade tillgångar ändrats under utvärderingsperioden. Vid en jämförelse med ett index som varit valutasäkrat under samma period som portföljen har fondstyrelserna överträffat index med 1 % per år. Utvärderingsperioden är begränsad till åren 1996–1999.

För svenska realobligationer var målsättningen att överträffa ett reall marknadsindex. Under den period som det är möjligt att studera avkastningen har målet inte uppfyllts. Utvärderingsperioden är dock för kort för att kunna ligga till grund för slutsatser. Förvaltningen av fastighetsportföljen har under de senaste fem åren givit ett gott resultat.

Sammantaget bedömer regeringen första–tredje fondstyrelsens förvaltningsresultat utifrån det långsiktigt gällande målet som tillfredsställande. Det mer kortsiktiga målet att realvärdesäkra fondkapitalet har emellertid inte uppfyllts.

⁷ Enligt fondstyrelsens beräkningar avkastade den svenska nominella räntebärande portföljen 9,4 % under år 1999. Det är i paritet med fondstyrelsens interna jämförelseindex.

Regeringens skrivelse för år 1998: Med hänsyn till den placeringspolicy som givits för förvaltningen uppfyllde fondstyrelserna de uppställda målen. Regeringens bedömning var att första–tredje fondstyrelsernas förvaltning ansågs tillfredsställande med hänsyn till uppställda mål. Möjligheten till en adekvat utvärdering försvårades emellertid av bristen på en relevant jämförelsebas för totalavkastningen. Vidare ansåg regeringen att fonden skulle överväga möjligheten att ha passiv förvaltning.

Mercers utvärdering: Målet att realvärdesäkra fondkapitalet har inte uppfyllts. För år 1999 uppvisade fondstyrelserna negativ realavkastning. Avkastningen för året blev $-0,6\%$. Tack vare bättre resultat föregående år har ändå det långsiktiga målsättningen – att följa den reala lönesumman – kunnat infrias. Den reala avkastningen har under den senaste femårsperioden varit $7,9\%$ per år. Detta kan jämföras med en reallöneökningen på $4,7\%$ per år. Sammanfattningsvis har första–tredje fondstyrelsernas långsiktiga målsättningar uppfyllts för totalportföljen. Det kortsiktiga målet att realvärdesäkra fondkapitalet har emellertid inte uppfyllts.

För år 1999 har första–tredje fondstyrelserna gjort en kortsiktig analys av tillgångssidan. Slutsatsen av studien är att reglementets tillåtna gränser skall utnyttjas till fullo. Placeringsreglementet innebär vissa restriktioner; 85% i svenska obligationer, 10% i utländska obligationer och 5% i fastighetsplaceringar. Med fondstyrelsernas beslut att allokera 10% i realobligationer en normalportfölj med följande jämförelseindex för den totala portföljen kunna presenteras.

Tabell 16. Första–tredjes normalportfölj och jämförelseindex

Tillgångsslag	Normalvikt (%)	Jämförelseindex
Svenska nominella obligationer	75,0	OMRX-TOTAL
Utländska nominella obligationer	10,0	SSBG5-valutasäk
Reala obligationer	10,0	OMRX-REAL
Fastighetsplaceringar	5,0	Viktat fastighetsindex

Första–tredje fondstyrelserna har i stort sett utnyttjat sina placeringsmöjligheter fullt ut. Allokeringen av den totala portföljen var; $74,7\%$ nominella svenska räntor, $9,1\%$ nominella utländska räntebärande, $10,3\%$ reala obligationer samt $5,7\%$ fastigheter och fastighetsaktier.

Första–tredje fondstyrelsernas portfölj med *svenska nominella* placeringar har utvärderats gentemot första–tredje fondstyrelsernas interna index. Första–tredje fondstyrelserna har riskjusterat⁸ avkastat i linje med det egna indexet.

I förvaltningen av den utländska räntebärande portföljen har första–tredje fondstyrelsen under den senaste femårsperioden överträffat ett kombinerat jämförelseindex (SSBG5), valutasäkrat med $20\text{--}100\%$, med 1 procentenhet per år. I absoluta tal innebär detta att den ackumulerade femårsavkastningen varit $39,6\%$. Risken mätt som standardavvikelse har varit högre i fondstyrelsernas portfölj ($5,6\%$) jämfört med index ($4,4\%$). Med riskjusterade mått både som Sharpe-kvot och Jensens alfa har fondstyrelsernas avkastning varit på samma nivå som de index man jämförs mot.

⁸ Mätt som Jensens alfa och Sharpe- kvot.

Första–tredje fondstyrelsernas portfölj av *realräntelån* har under den senaste treårsperioden (då ett jämförelseindex finns tillgängligt) inte lyckats slå index. Avkastningen för portföljen var 3,5 % och för index 3,8 % per år. Utvärderingsperioden skall vara fem år, vilket innebär att det är för tidigt att dra några egentliga slutsatser. Fondstyrelsernas portfölj har haft en högre duration än jämförelseindex. I en marknad med stigande räntor – som under år 1999 – har det lett till en underavkastning jämfört med index. Den riskjusterade avkastningen mätt som Jensens alfa har varit neutral i förhållande till marknaden, vilket indikerar att första–tredje fondstyrelserna legat passiv i portföljen. Detta är rimligt, eftersom omsättningen på marknaden för realobligationer har varit låg.

Avkastningen för *fastighetsportföljen* under femårsperioden har varit 10,4 % per år. Det saknas ett jämförbart och relevant index under hela femårsperioden, varför slutsatser är svåra att dra. Avkastningen för fastighetsportföljen för år 1999 är den högsta den senaste femårsperioden, 13,2 %.

Skälen för regeringens bedömning: Första–tredje fondstyrelsernas mål för den totala portföljens avkastning är realvärdessäkring samt att på sikt följa den reala löneutvecklingen. Något mål för risken har inte presenterats. Den avkastning som presterats för den totala portföljen av första–tredje fondstyrelserna under den senaste femårsperioden är utifrån dessa mål tillfredsställande. Förvaltningsresultatet för år 1999 är emellertid mindre bra. Som helhet under femårsperioden har utvecklingen på räntemarknaderna varit mycket gynnsam. Under år 1999 har emellertid obligationspriserna generellt sett sjunkit. I en utvärdering av första–tredje fondstyrelsernas förvaltningsresultat är det nödvändigt att försöka urskilja hur väl fondstyrelserna lyckats ta tillvara placeringsmöjligheter som erbjudits. Detta görs t.ex. genom att jämföra avkastningsresultatet med relevant index som avspeglar utvecklingen på marknaden eller med andra förvaltares resultat. I detta sammanhang är det viktigt att poängtera fondstyrelsernas inlevereras av 45 miljarder kronor, vilket lett till att allokeringen av tillgångar inte i alla lägen varit ett aktivt val. I en marknad med stigande räntor och där fondstyrelserna tvingats till en förkortning av durationen kan det emellertid ha haft en viss positiv påverkan på resultatet.

En intressant fråga vid utvärderingen av första–tredje fondstyrelsernas förvaltning är hur portföljen fördelats över de olika tillgångarna. Fondstyrelserna har fr.o.m 1999 identifierat en tillgångsfördelning som används som en strategisk riktmärkesportfölj.

År	1999	1998	1997	1996	1995	1995-1999*
Svenska nominella oblig.	0,4	10,7	5,9	14,8	16,6	9,5
<i>Internt index</i>	-0,1	10,7	6,2	15,0	16,3	9,4
Utländska nominella obligationer	-1,8	13,5	18,8	5,4		8,7
<i>SSBG5 kombination</i>	-0,3	8,9	18,0	5,0		7,7
Reallån	-1,1	3,8	8,0			3,5
<i>OMRX-REAL</i>	0,4	3,2	8,2			3,8
Fastigheter	13,2	11,8	12,4	10,0	4,7	10,4
<hr/>						
Totalavkastning, %	0,6	10,0	6,4	13,9	15,0	8,8
<hr/>						
Real avkastning, %	-0,6	10,6	4,8	14,9	13,0	7,9
Reallönekostnad, %	3,1	7,8	2,8	7,5	2,4	4,7

* Geometriskt medelvärde

Delpportföljer

För de *inhemska nominella* placeringarna visar Mercers beräkningar att avkastningen under de senaste fem åren marginellt överstigit det interna index som används för utvärderingen. Risken i första–tredje fondstyrelsernas inhemska nominella portfölj skiljer sig inte från den risk som fondens interna jämförelseindex risk har. Den riskjusterade avkastningen för fondens förvaltning är i nivå med den riskjusterade avkastningen för indexet.

Regeringen kan konstatera att första–tredje fondstyrelsernas möjligheter att bedriva en aktiv förvaltning av ränteportföljen, till följd av fondens storlek är små. Samtidigt är inte heller en passiv indexförvaltning av en så stor portfölj som första–tredje fondstyrelsernas helt problemfri. Sannolikt skulle ett flertal fondförvaltare behöva upphandlas. Samtidigt kan man ifrågasätta hur marknaden skulle fungera, då en stor del av obligationerna förvaltas passivt. Regeringen och Mercer framhöll föregående år att en passiv förvaltning kunde varit ett alternativ för hela eller delar av den inhemska ränteportföljen. Från den 1 januari 2001 kommer fondstyrelsernas ränteportfölj att kraftigt minska till följd av de förändringar som AP–fondsreformen innebär. Det betyder således att ränteportföljens storlek inte längre kommer att vara en hämmande faktor för att bedriva en aktiv ränteförvaltning.

Den *utländska nominella portföljen* har sedan den 30 juni 1997 varit valutasäkrad.⁹ Fonden har den senaste femårsperioden överträffat ett kombinerat jämförelseindex, SSBG5 valutasäkrat med 20–100 %, med 1 % per år. Risken mätt som standardavvikelse har varit högre i portföljen än i index. Mercer menar att det är svårt att dra några slutsatser av detta. Perioden är bara 4 år och fondstyrelserna har inte preciserat huruvida man skall överträffa ett valutasäkrat eller ett icke valutasäkrat index. I riskjusterade termer förefaller fondstyrelsernas förvaltningsresultat vara i nivå med index, vilket både Sharpe kvot och Jensens alfa indikerar. Regeringen konstaterar att det är otillfredsställande att inte förvaltnings-

⁹ Sedan 1997-06-30 finns ett styrelsebeslut att valutasäkra portföljen till 100 %.

målet – att överträffa ett osäkrat – eller säkrat jämförelseindex – är preciserat.

Skr. 1999/2000:132

För realränteportföljen kan man konstatera att under de 3 senaste åren, då ett jämförelseindex funnits tillgängligt, har fonden haft en något högre risk och lägre avkastning än indexet. Riskjusterat är fondstyrelsernas avkastning marginellt sämre än index. Utvärderingsperioden är för kort för att kunna dra några egentliga slutsatser av förvaltningsresultatet.

Fastighetsportföljen är svår att utvärdera på grund av problemen med att löpande bestämma värdet av fondens portfölj och frånvaron av lämpliga jämförelseindex som finns tillgängliga under den senaste femårsperioden. Avkastningen för fastighetsportföljen för år 1999 är den högsta under den senaste femårsperioden, 13,2 %. Totalt var avkastningen för fastighetsplaceringar 10,4 % per år under perioden 1995–1999. Sammanfattningsvis konstaterar regeringen att fastighetsförvaltningen givit ett gott resultat.

5.2 Utvärdering av fjärde och femte fondstyrelserna

5.2.1 Fjärde och femte fondstyrelsernas mål

Regeringens bedömning: Regeringen konstaterar att fjärde och femte fondstyrelsernas målformuleringar är välavvägda. Detta bidrar till att fondstyrelsernas resultat på ett bra sätt kan utvärderas gentemot de mål som respektive styrelse ställt upp. Regeringen ställer sig frågande till femte fondstyrelsens val att låta den utländska portföljen enbart exponeras mot Europa. En sådan snäv tolkning av utlandsmandatet bör åtföljas av en tydlig strategi. Samtidigt har regeringen förståelse för att fondstyrelsen är under uppbyggnad och att en exponering gentemot hela världen i övrigt kan på grund av detta vara svår att uppfylla.

Regeringens skrivelse för år 1998: Regeringen konstaterade i skrivelserna att både fjärde och femte fondstyrelserna hade förbättrat sina respektive målformuleringar. De mål som fondstyrelserna beslutat var i allt väsentligt väl avvägda och kommer att leda till att förvaltningen kan utvärderas på ett för regeringen tillfredsställande sätt.

Mercers utvärdering: Redan föregående år kommenterade Mercer fjärde fondstyrelsens måldokument. I årets utvärdering hänvisar man till de tidigare gjorda kommentarerna. Sammanfattningsvis menade Mercer att det nya måldokumentet var en stor förbättring mot det föregående. Vidare menade man att *fjärde fondstyrelsen* skapat ett välformulerat och strukturerat dokument för styrning och vägledning av placeringsverksamheten. Fjärde fondstyrelsen skall löpande under en femårsperiod nå en totalavkastning som överstiger valt benchmark med 5 procentenheter.¹⁰ För att nå denna överavkastning måste fonden generera en årlig överavkastning på 0,98 procentenheter. Målet för den svenska aktieport-

¹⁰ Om inget annat anges avser avkastningssiffrorna för fjärde, femte och sjätte fondstyrelserna nominella tal.

följen är att nå en överavkastning på 1,05 procentenheter per år. Risknivån, mätt som aktiv risk, skall för den svenska förvaltningen inte överstiga 6 %. Den aktiva risken i den utländska portföljen skall inte överstiga 9 %. Fondens riskjusterade avkastning, mätt som informationskvot skall i genomsnitt överstiga 0,15. Dessutom menade Mercer att en överavkastning på 1,05 procentenheter per år är ett väldigt ambitiöst mål.

Angående den *femte fondstyrelsens* mål hänvisar Mercer till de kommentarer som gjordes i 1998-års utvärdering. Man menade då att det under 1998 fastslagna målet är ett stort steg framåt jämfört med tidigare. Femte fondstyrelsen har valt ett jämförelseindex, STOXX50¹¹, ett index som replikerar 50 stora bolag i Europa. Den genomsnittliga vikten regionen Europa haft i världsindex var 33 % under år 1999. Det valda indexet innebär således en kraftig överviktning i Europa i relation till de länder som ett världsindex normalt täcker. Mercer menar att ur strategisk synpunkt måste detta innebära att femte fondstyrelsen har en mycket hög förväntad avkastning på denna region i förhållande till övriga marknader. I avsaknad av en optimeringsmodell där förväntad avkastning för olika regioner framgår är det mycket svårt att förstå den stora övervikt som femte fondstyrelsen tagit i Europa.

Kritiken mot valet av jämförelseindex för den räntebärande portföljen OMRX-TOTAL kvartstår sedan föregående års utvärdering. Dock har målet för överavkastning för de likvida medlen/räntebärande sänkts från 0,4 % till 0,2 %. Det är i linje med vad Mercer föregående år föreslog. Mercer menar att uppsatta mål är realistiska. Möjligen skulle informationskvoten kunna överträffa 0,5 %, istället för det 0,3 % som är målet. Mercer menar vidare att femte fondstyrelsen bör komplettera måldokumentet med ett normalintervall för den aktiva risken.

Skälen för regeringens bedömning: Målet för den fjärde fondstyrelsen ändrades i början av år 1999 till att fondstyrelsen löpande under en femårsperiod skall nå en avkastning som överstiger ett bestämt riktmärke med 5 procentenheter, dvs. 0,98 procentenheter per år. Risknivån, mätt som aktiv risk skall för förvaltningen inte överstiga 8 %. Fondens riskjusterade avkastning, mätt som informationskvot, skall som genomsnitt överstiga 0,15. Fjärde fondstyrelsens totala avkastning skall jämföras med ett, av de olika delportföljernas jämförelseindex (se tabell 12), sammanvägt index.

Femte fondstyrelsens mål formulerades i december 1998. Mål är att under en rullande femårsperiod ha en avkastning på den totala portföljen som överstiger ett sammanvägt index med 0,8 procentenheter per år. Fondstyrelsen har också definierat motsvarande mål för de respektive delportföljerna, svenska aktier, utländska aktier och räntebärande instrument (se tabell 13). För de svenska aktierna anges även en riskrestriktion genom att ett tak på 7 % satts för aktiv risk och ett delmål om en informationskvot på 0,3.

Redan vid föregående års utvärdering kunde regeringen konstatera att båda fondstyrelserna har genom de olika sammanvägda indexen definierat totalportföljernas avkastningsmål. Därmed har respektive fondstyrelse identifierat en strategisk portfölj samt de avvikelser som tillåts.

¹¹ Dow Jones STOXX 50 index består av de 50 största sektorsledande företagen i Europa.

Fjärde fondstyrelsen har ett avkastningsmål som något överstiger den femte fondstyrelsens, dock är den fjärde fondstyrelsens riskrelaterade avkastningsmål, informationskvoten, lägre än den femte fondstyrelsens. Det senare kan motiveras med att den fjärde fondstyrelsens storlek som gör det svårt för fonden att skapa mervärde på den svenska aktiemarknaden. En fond som uppnår en viss storlek har svårt att ta positioner t.ex. i en särskild aktie genom att man på grund av transaktionens storlek påverkar aktiens pris på ett för fonden ogynnsamt sätt. Stora fonder tenderar därför att fördela sina portföljer på sätt som nära överensstämmer med det index som man utvärderas emot. Den fjärde fondstyrelsen torde, på grund av sin storlek, ha mindre möjlighet att utnyttja riskmandatet vilket också återspeglas i fjärde fondstyrelsens lägre satta riskjusterade avkastningsmål.

Det mål som femte fondstyrelsen beslutade i december 1998 förefaller, som framgått ovan, väl avvägt och gör att förvaltningen kan utvärderas på ett bra sätt. Valet av OMRX-TOTAL som jämförelseindex förefaller inte naturligt utifrån det förvaltningsmandat femte fondstyrelsen har i dag. Regeringen konstaterade dock i 1998-års skrivelse att valet av index möjligen kunde ses mot bakgrund av AP-fondsreformen.

Vad gäller den strategiska portföljallokeringen förefaller även de portföljandelar som valts i den strategiska portföljen (se tabell 13) i huvudsak rimliga. Femte fondstyrelsen har dock valt att i sitt utlandsmandat enbart exponera sig mot Europa. Femte fondstyrelsen motiverar valet med att organisationen är relativt ny och att man inte anser sig att idag ha kapacitet att vara exponerad mot hela världen. Regeringen har förståelse för att organisationen är i ett uppbyggnadsskede, men ifrågasätter ändå i likhet med Mercer det strategiska valet att välja STOXX50 som jämförelseindex. Regeringen menar att femte fondstyrelsen skulle kunna ha övervägt att lägga ut en del av det utländska mandatet på extern förvaltning.

5.2.2 Fjärde och femte fondstyrelsernas förvaltning

Regeringens bedömning: Både fjärde och femte fondstyrelserna har under utvärderingsperioden förändrat sina respektive mål. På basis av en kombination av tidigare och nuvarande mål får därför en bedömning göras av hur förvaltningen för respektive fondstyrelse under perioden lyckats. Vare sig fjärde eller femte fondstyrelsen har i sin totala förvaltning under de senaste fem åren lyckats nå de uppsatta målen. Fjärde fondstyrelsens avkastning var för femårsperioden 30,7 % per år medan FDAX under motsvarande period avkastat 33,1 %. Den femte fondstyrelsens kapital har under femårsperioden avkastat 30 % per år. Jämförelseindex har under motsvarande period haft en avkastning på 32,5 % per år.

Fjärde fondstyrelsens svenska aktieportfölj avkastade i stort sett som index under femårsperioden. Däremot avkastade femte fondstyrelsens aktieportfölj¹² en procentenhet sämre än index under motsvarande

¹² I sin MPIR:s utvärdering skiljer man inte mellan den svenska och utländska aktieportföljen.

period. Risken har dock varit lägre i femte fondstyrelsens portfölj än vad den varit för jämförelseindex. För både fjärde och femte fondstyrelsens aktieförvaltning ligger den riskrelaterade avkastningen i paritet med index.

Regeringen konstaterar att det huvudsakliga skälet till att fondstyrelserna inte uppnår både de tidigare och nuvarande avkastningsmålen är att man under år 1998 avkastade sämre än sina respektive jämförelseindex. Den tidigare höga likviditetsandelen har också bidragit till att det på totalportföljsnivå varit svårt att överträffa jämförelseindex. För år 1999 har fjärde fondstyrelsen uppnått sitt mål att överträffa ett kombinerat index. Femte fondstyrelsen har däremot i jämförelse med referensindex i absoluta tal avkastat sämre än index. I riskjusterade termer ligger båda fondstyrelserna i paritet med respektive jämförelseindex.

Regeringens skrivelse för år 1998: I fjolårets utvärdering konstaterades att vare sig *fjärde eller femte fondstyrelserna* hade i sin totala förvaltning under de senaste fem åren lyckats nå samma resultat som börsen i genomsnitt. Förvaltningsresultatet för båda fondstyrelsernas aktieförvaltning var emellertid tillfredsställande. Det huvudsakliga skälet till att fondstyrelserna inte uppnådde avkastningsmålet var den tidigare höga likviditetsandelen samt det svaga resultatet på aktieförvaltningen under år 1998. Den totala avkastningen på fondkapitalet var således till följd av den höga likviditetsnivån lägre än vad som kan förväntas av en fullinvesterad aktiv aktieförvaltning.

Mercers sammanfattning: Den *fjärde fondstyrelsen* har med det nya målet, att överträffa ett kombinerat index¹³, lyckats väl för år 1999. Fjärde fondstyrelsens totalavkastning var 64,7 % medan jämförelseindex var 62,3 %. Det innebär en överavkastning med 2,4 procentenheter i förhållande till referensportföljen.

I jämförelse med det tidigare gällande målet, att nå en totalavkastning över en femårsperiod som något överträffade ett avkastningsindex för Stockholmsbörsen har för åren 1995–1998 inte lyckats. Fondstyrelsens avkastning för perioden 1995–1999 är 30,7 % per år medan Findatas avkastningsindex under motsvarande period avkastat 33,1 % per år.

Enligt Mercer är det mer relevant att utvärdera totalportföljen under femårsperioden mot ett jämförelseindex sammansatt av 92,5 % FDAX¹⁴ och 7,5 % MSCI World. Det avspeglar en bättre jämförelse av en förvaltare som förväntas vara fullinvesterad i aktier. Det av Mercer föreslagna indexet har under perioden 1995–1999 uppnått en avkastning om 32,3 % per år. I den jämförelsen har fjärde fondstyrelsens förvaltning underavkastat 1,6 procentenheter per år.

En bidragsanalys kan bidra med att förklara ett avkastningsresultat. Fondens strategiska portfölj ställs då i relation till den verkliga portföljen samt de olika delportföljernas relativa avkastning. I avkastningsanalysen

¹³ Det valda benchmark som fondstyrelsen mäter sig mot är 92,5 % FDAX och 7,5 % MSCI World korrigerat. 2,5 % OMRX-TBILL. MSCI innehåller inte utdelningar.

¹⁴ Korrigerat för Nokia. Mercer har i jämförande syfte valt att korrigera för Nokia, eftersom varken fjärde, femte eller sjätte fondstyrelsen för investera i den aktien.

är fördelningen i den strategiska portföljen 90 % FDAX¹⁵, 7,5 % MSCI index¹⁶, 2,5 % OMRX–TBILL. Den svenska portföljen överträffade FDAX¹⁷, med 1,7 procentenheter. Den utländska aktieportföljen överavkastade jämfört med fjärde fondstyrelsens index med 7,2 procentenheter. Likviditetsförvaltningen överträffade index med 0,1 procentenheter.

Under år 1999 har fondstyrelsen varit underviktad i utländska aktier, överviktad i svenska aktier samt haft samma vikt som jämförelseindex i likviditetsportföljen. Detta har sammantaget genererat ett positivt bidrag från strategiska allokeringar till portföljen med ca 0,9 procentenheter. Därtill har fondstyrelsen överträffat samtliga uppställda jämförelseindex, vilket genererat en överavkastning med 0,5 procentenheter. Summan av bidragen från strategi och överavkastning i förhållande till index innebär en överavkastning på 1,4 procentenheter. Det betyder att en överavkastning på 1 procentenhet inte kan förklaras av den modell Mercer använt. Resultaten måste därför tolkas med stor försiktighet och ses som indikativa.

För femårsperioden uppvisar portföljen en underavkastning i jämförelse med FDAX med 0,4 procentenheter per år. Den aktiva risken i portföljen är 3,4 % per år. Mercer menar att den aktiva risk som fjärde fondstyrelsen uppvisar är i linje med vad som kan förväntas av en så stor aktör på den svenska aktiemarknaden. Eftersom portföljen underavkastar under femårsperioden blir informationskvoten negativ och inte möjlig att tolka. Den riskjusterade avkastningen mätt som Sharpe kvot är 1,4 att jämföra med FDAX som är 1,5. Jensens Alfa visar på ett positivt riskjusterat resultat på 0,7 % per år. Tolkning av det riskjusterade resultatet mätt som Jensens Alfa indikerar att fonden uppvisar högre avkastning än marknadens effektiva front med motsvarande risk.

Sammanfattningsvis har fjärde fondstyrelsen år 1999 uppfyllt sitt mål att överträffa ett kombinerat index. Däremot har man inte nått upp till det tidigare långsiktiga målet att nå en totalavkastning över en femårsperiod som något överträffade ett avkastningsindex för Stockholmsbörsen för åren 1995–1998.

Femte fondstyrelsen har inte lyckats överträffa ett kombinerat index för år 1999. Femte fondstyrelsens totalavkastning var 53,1 % medan jämförelseindex var 62,9 %. Det innebär en underavkastning med 9,8 procentenheter i förhållande till referensportföljen.

Det tidigare gällande målet, att nå en totalavkastning över en femårsperiod som överträffade Findatas avkastningsindex har man inte heller nått upp till. Fondstyrelsens avkastning för perioden 1995–1999 är 30,0 % per år medan Findatas avkastningsindex under motsvarande period avkastat 33,1 % per år. Detta innebär att fondstyrelsens portfölj underavkastat 3,1 procentenheter per år under perioden. Jämfört med ett mer rättvisande index¹⁸ bestående av även utländska aktier, har underavkastningen varit 2,3 procentenheter per år. Femte fondstyrelsen har således inte överträffat något av de nämnda jämförelseindexen under femårsperioden.

¹⁵ Korrigerat för Nokia.

¹⁶ Fjärde fondstyrelsens egna MSCI index består av 65 % Europa exkl. Sverige och 35 % övriga världen exkl. Europa.

¹⁷ Korrigera för Nokia.

¹⁸ 92,5 % FDAX, 7,5 % MSCI World.

En avkastningsanalys har genomförts för år 1999. Femte fondstyrelsens avkastning för år 1999 var 53,1 %, vilket var 9,8 procentenheter sämre än jämförelseindex bestående av 88 % FDAX korr¹⁹ och 8 % STOXX50 och 4 % OMRX–TOTAL. De faktiska portföljvikterna var för år 1999 86,2 % svenska aktier, 9,4 % utländska aktier och 4,4 % räntebärande. I förhållande till normalportföljen har fondstyrelsen varit underviktad i svenska aktier, överviktad i utländska aktier och i räntebärande tillgångar. Sammantaget har detta genererat ett negativt bidrag till portföljen på 0,2 procentenheter gentemot index. Samtliga portföljer har under 1999 bidragit negativt till överavkastningen, vilket inneburit att totalportföljen underavkastat med 5,9 %. Den totala underavkastningen visar på 9,8 %, vilket innebär att 3,7 % inte kan förklaras av den modell som Mercer använt.

Det nya målet, för år 999, har enligt Mercer inget mål för kombinationen av svenska och utländska aktier. Därför kommenterar enbart Mercer i sin utvärdering det tidigare målet, nämligen att värdepappersportföljen skall uppnå en avkastning över totalindex. Jämförs den totala aktieportföljen med FDAX har fondstyrelsen underavkastat med 1,4 procentenheter. Den riskjusterade avkastningen mätt som Jensens Alfa är mycket hög, 2,1 %. Tolkningen av Jensens Alfa är att givet ett betavärde har fonden avkastat betydligt bättre än vad marknaden gjort med motsvarande risk.

Vad gäller den utländska portföljen har det nya målet för år 1999, att uppnå en avkastning lika med STOXX50, inte uppnåtts. Avkastningen för portföljen har varit 13 % att jämföra med avkastningen för index som varit 30,2 %. Underavkastningen för året blev därmed 17,2 procentenheter. Standardavvikelsen för femte fondstyrelsens portfölj är avsevärt lägre än den för jämförelseindex. En lägre absolut risk tenderar att ge lägre avkastning.

Avseende det nya målet är det för tidigt att dra några entydiga slutsatser. För år 1999 lyckades femte fondstyrelsen emellertid inte uppnå målet utan redovisar för året en kraftig underavkastning. Därtill konstaterar Mercer att det kan bli svårt att ta igen en sådan betydande underavkastning.

Skälen till regeringens bedömning: *Fjärde fondstyrelsen* har under den senaste femårsperioden i jämförelse med det tidigare gällande målet inte lyckats överträffa ett avkastningsindex för Stockholms fondbörs.

Med den nya målsättningen, att överträffa ett kombinerat index²⁰ har emellertid fondstyrelsen lyckats väl för år 1999. MPIR konstaterar att om de nya avkastningsmålet formulerats för den gångna femårsperioden hade emellertid inte fondstyrelsen heller lyckats nå målet.

Placeringarna i svenska aktier utgör huvuddelen av fjärde fondstyrelsens tillgångsportfölj. Fondstyrelsens investeringar i svenska aktier har utvecklats i linje med jämförelseindexet för den svenska aktiemarknaden under de senaste fem åren. Den svenska aktieportföljen har avkastat 32,7 % medan FDAX (rev) avkastat 33,1 %, Under det senaste året har dock fondstyrelsens portfölj utvecklats märkbart bättre än index.

¹⁹ Korrigerat för Nokia.

²⁰ Det valda benchmark som fondstyrelsen mäter sig mot är 92,5 % FDAX och 7,5 % MSCI World korrigerat. 2,5 % OMRX-TBILL. MSCI innehåller inte utdelningar.

Den svaga totalavkastningen under perioden 1995–98 beror framförallt på den tidigare höga andelen likvida medel samt att portföljen utvecklades svagt under år 1998. Under år 1999 har andelen likvida medel minskat. För perioden 1995–1999 konstaterar regeringen att resultatet för totalportföljen i jämförelse med ett av Mercer konstruerat index, 92,5 % FDAX och 7,5 % MSCI World, underavkastat 1,6 procentenheter per år. En förmildrande omständighet är att Mercer konstruerat jämförelseindexet. Ser man till det tidigare målet att fondstyrelsen under en femårsperiod skulle överträffa ett avkastningsindex för Stockholmsbörsen har dock fonden underavkastat med 2,4 procentenheter per år.

Inte heller den *femte fondstyrelsen* har under den senaste femårsperioden kunnat nå det nya målet, att överträffa jämförelseindex²¹ med 0,8 % per år. Fondens totalportfölj underavkastade 9,8 %. Däremot har aktieportföljens risk, mätt som standardavvikelse, historiskt sett legat under risken i jämförelseindex.²² Därmed har den riskjusterade avkastningen varit högre än för indexet. Under perioden 1995–1999 har den aktiva risken legat på genomsnitt 5,9 % per år.

Sammanfattningsvis kan man konstatera att femte fondstyrelsen inte nått uppsatta mål. En förklaring till detta är den tidigare höga likviditetsandelen. En annan mindre bidragande orsak förefaller vara att femte fondstyrelsen valt en lägre risknivå än vad som ingår i det index man haft som mål att överträffa. En tredje mer avgörande förklaring till att uppsatta mål inte nåtts är att fondstyrelsen kraftigt underavkastat i jämförelse med index den senaste 2 åren.

5.3 Utvärdering av sjätte fondstyrelsen

5.3.1 Sjätte fondstyrelsens mål

Regeringens bedömning: Det är positivt att det inför år 1999 utarbetats ett avkastningsmål för fondstyrelsens totalportfölj. Det mål som är satt för totalportföljen att överträffa FDAX är rimligt. Avkastningsmålet för kapitalförvaltningen att uppnå en portfölj avkastning i nivå med FDAX är emellertid relativt lågt satt. Regeringen instämmer i Mercers kritik att målet bör vara att överträffa FDAX med 0,5–1 procentenhet per år.

Regeringens skrivelse för år 1998: Regeringen ansåg att sjätte fondstyrelsens mål huvudsakligen var formulerade på ett bra sätt. Under år 1999 ändrades fondens strategiska tillgångsallokering genom ett minskat ägande av räntebärande tillgångar och ett ökat innehav av noterade aktier. Det medförde att det var svårt att utvärdera förvaltningsresultatet. Sam-

²¹ 91,7 % FDAX, 8,3 % STOXX50 8,3 % för år 1999. Åren 1995-1998 endast FDAX.

²² Risk och riskjusterad avkastning beräknas endast för aktieportföljen.

mantaget menade regeringen att avkastningen på sjätte fondstyrelsens placeringar i jämförelse med relevanta index varit tillfredsställande.

Mercers utvärdering: Mercer konstaterar att sjätte fondstyrelsen fortfarande är under uppbyggnad. Det gäller i synnerhet Investeringsverksamheten, i vilken man förvaltar de onoterade innehaven. För hela treårsperioden saknas ett utvärderingsbart mål och relevant index för den totala portföljen. Sjätte fondstyrelsen har inte identifierat någon strategisk portfölj för uppdelning mellan noterade och onoterade innehav. Eftersom sjätte fondstyrelsen skall ses som en del av det totala AP-fondssystemet kan ingen kritik riktas mot att fondstyrelsens innehav av onoterade tillgångar vid slutet av år 1999 uppgick till 2,6 miljarder kronor eller 13,8 % av sjätte fondstyrelsens totalportfölj. En vanlig andel onoterade aktier av en totalportfölj är i USA 7 % och i England 1 %. Med det amerikanska portföljsynsättet skulle sjätte fondstyrelsen givet att man ser fonden som det totala AP-fondssystemets riskkapitalförvaltare ha möjlighet att placera hela tillgångsportföljen i onoterade innehav. Mercer konstaterar i sin rapport att en av de största riskerna i sjätte fondstyrelsens mandat är att fonden inte ges möjlighet till att utnyttja valutarisk. Sjätte fondstyrelsen har inte möjlighet att placera i utländska tillgångar och kan således inte utnyttja möjligheten att sprida riskerna geografiskt..

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen kan konstatera att de mål som sjätte fondstyrelsen satt upp i huvudsak är välgrundade och uppföljningsbara. Regeringen instämmer i Mercers resonemang om att sjätte fondstyrelsen har svårt att sätta upp en strategisk portfölj för uppdelning mellan onoterade och noterade innehav. Begränsning av sjätte fondstyrelsens onoterade innehav kommer att utgöras av de praktiska möjligheterna att finna bra investeringar. Det är relativt komplicerat att sätta upp riskmått för onoterade tillgångar. Regeringen konstaterar att sjätte fondstyrelsen arbetar med att införa sådana riskmått.

5.3.2 Sjätte fondstyrelsens förvaltning

Regeringens bedömning: Sjätte fondstyrelsen har bedrivit verksamhet sedan slutet av 1996. Det är en alltför kort tids förvaltning för att medge en helt entydig utvärdering. Några synpunkter kan emellertid ges samt viss utvärdering kan ske. Regeringen ser mycket positivt på att portföljen med onoterade innehav ökat. De riskspridningmöjligheter som kan uppnås genom spridning av investeringar mellan företag i olika mognadsfaser har inte utnyttjats. Fondstyrelsen är övervikad i investeringar i företag i faser expansion. I förvaltningen bör sjätte fondstyrelsen renodla sina portföljer. Sammanblandningen av noterade och onoterade innehav gör utvärderingen i portföljen ytterst svår. Det är också svårt att uppnå det höga avkastningsmål som i regel gäller för en onoterad portfölj med inslag av noterade aktier.

Regeringens skrivelse för år 1998: Regeringen ansåg att verksamheten bedrivits under så pass kort tid att en bedömning av huruvida sjätte

fondstyrelsen var en skicklig förvaltare eller inte fick anstå till framtida utvärderingar.

Skr. 1999/2000:132

Mercers utvärdering: Sjätte fondstyrelsen är under uppbyggnad. Därför saknas ett utvärderingsbart mål och relevant index för den totala portföljen under perioden 1997–1999. Mercer konstaterar att det nuvarande målet att totalportföljen skall överträffa FDAX inte uppnåtts under år 1999. Fondens totala avkastning var 55,8 % medan FDAX (korrigerat för Nokia) steg med 67,4 %. För år 1999 visar resultatet för Kapitalförvaltningen att portföljen underavkastat 0,2 procentenheter per år. Korrigeras däremot FDAX för Nokia, vilket fondstyrelsen inte får placera i, visar jämförelsen att fondstyrelsen överträffat index med 0,4 % per år. Mercer konstaterar också att en fullständig utvärdering av det nuvarande målet inte kommer att kunna göras förrän år 2006.

Vad gäller den totala onoterade portföljen avkastade den under treårsperioden 18,2 % per år. De realiserade innehaven avkastade under motsvarande period 33,5 % per år medan orealiserade tillgångar avkastade 12,8 % per år. Under år 1998 var motsvarande siffror för samtliga investeringar negativa tal. Detta är helt linje enligt de studier som gjorts på investeringar i onoterade tillgångar, den s.k. J-kurvseffekten. När ett capital venture företag går in i en placering är företaget i en uppbyggnadsfas och kräver stor kapitalinsats. Allteftersom företaget mognar bör företaget enligt teorin avkasta bättre dvs. den interna avkastningen (IRR) stiger. Då företaget avyttras beräknas inte längre värderingsprincipen enligt EVCA-reglerna, vilka oftast beräknas på det bokförda värdet enligt försiktighetsprincipen. Vid avyttring marknadsvärderas företaget.

Mercer konstaterar att fondstyrelsen är överviktad i sin onoterade portfölj i innehav av direkta investeringar (65,5 %) jämfört med investeringar i fonder (35,5 %). Långsiktigt menar Mercer att det vore bra med en bättre balans i fördelningen. Erfarenheter från England och USA tyder på att en bättre balans sprider risken i portföljen.

Tabell 18. Fasindelning av onoterade placeringar

Faser	Fasindelning	Andel investerad i resp. fas
1	Sådd	3,6 %
2	Uppstart	20,5 %
3	Expansion	50,1 %
4	Mognad "Buy-out"	6,5 %
5	Kvoterad aktie	19,4 %

I syfte att sprida riskerna i en portfölj är en möjlighet att sprida investeringar i olika faser av företags utveckling. Andra möjligheter till risk-spridning är geografisk diversifiering, spridning mellan olika branscher samt möjligheten att investera i fonder med capital venture managers med skilda preferenser och specialitéer. Sjätte fondstyrelsen har möjlighet att sprida risker inom olika faser, varierande branscher samt att välja riskkapitalfonder med varierande inriktning och investeringsprofiler.

Fondstyrelsen var vid utgången av år 1999 kraftigt överviktad i fasen Expansion. Av de orealiserade tillgångarna var 50,1 % placerade i denna fas. Mercer menar att detta är olyckligt ur riskspridningshänssende. Övervikten i fasen kan enligt Mercer vara en följd av att den svenska capital venture marknaden utvecklats väldigt snabbt de senaste åren.

Ändå menar Mercer att koncentrationen i just en fas är olycklig ur risk-spridningshänseende.

Skr. 1999/2000:132

Knappt 20 % av den onoterade portföljen är investerad i noterade aktier. Detta är inte bra. Investeringsverksamheten bör renodlas till att innehålla enbart onoterade tillgångar.

Tabell 19. Avkastning för sjätte fondstyrelsen under perioden 1997–1999

Tillgångslag	Marknadsvärde 1999	Årsavkastning 1997-99	Index	Årsavkastning för index 1997-99
Noterade aktier	16,2 mdkr	34,6 %	FDAX korr.	34,8 %
Onoterade aktier	2,6 mdkr	18,2 %	IRR=20 %	
Räntebärande värdepapper	-	7,8 % (avser 97-98)	OMRX-GOVT	8,4 % (avser 97-98)
Totalportfölj	18,8 mdkr	55,8 %*	Överträffa FDAX	69,8 %**

*Endast årssiffror beräknade från årsredovisningar. Avkastningen är beräknad som resultatet dividerat med genomsnittligt kapital.

**För perioden 1997–98 saknas jämförelseindex för den totala portföljen. Detta då strategiska vikter mellan ränteportföljen och aktieportföljen saknas.

Skälen för regeringens bedömning: Regeringen konstaterar att sjätte fondstyrelsen fortsätter att utveckla sin kompetens och förvaltningsstil inom respektive område; Kapitalförvaltningen och Investeringsverksamheten. Varken för Kapitalförvaltning eller för Investeringsverksamheten är det möjligt att efter så kort tid av verksamhet göra en adekvat utvärdering. Regeringen konstaterar att med index korrigerat för Nokia har sjätte fondstyrelsen uppnått sitt mål att överträffa FDAX. Den aktiva risken för portföljen har däremot varit hög 10,1 % per år. Det skall jämföras med andra förvaltare av svenska aktier som i genomsnitt har en aktiv risk på 3,5 %. Den riskjusterade avkastningen mätt som Jensens Alfa är dock positiv, 0,3. Detta indikerar ett positivt riskjusterat resultat.

Vad gäller avkastningen i de olika delportföljerna: Basportföljen, Aktiva Innehav, Financial Engineering och Trading eller Positionstagning uppnådde Basportföljen samt Financial Engineering sina respektive uppsatta mål, medan Aktiva Innehav och Trading uppvisade svaga resultat.

För portföljen av onoterade innehav den sk. Investeringsverksamheten konstaterar regeringen att portföljen är under uppbyggnad och att avkastningen beräknat som IRR är ytterst svårtolkade.

Investeringsverksamheten har under treårsperioden avkastat 18,2 % per år. De realiserade innehaven avkastade under motsvarande period 33,5 % per år medan orealiserade tillgångar avkastade 12,8 % per år. Under år 1998 visade motsvarande siffror negativa tal. Enligt Mercers tolkning har J-kurvseffekten uppstått relativt tidigt. Enligt regeringens bedömning förefaller avkastningen på förvaltningen av de onoterade innehaven ligga i linje med vad man kan förvänta sig.

Fondstyrelsen var vid utgången av år 1999 kraftigt överviktad i fasen Expansion. Hälften av de orealiserade tillgångarna var placerade i denna fas. Regeringen instämmer i Mercer kritik av att fondstyrelsen på detta sätt inte utnyttjar möjligheterna till riskspridning.

En femtedel av innehaven i den onoterade portföljen är investerad i noterade aktier. Även här instämmer regeringen i Mercers kritik. Investeringsverksamheten bör renodlas.

6 Fastställande av balansräkning

Skr. 1999/2000:132

Regeringen har denna dag fastställt balansräkningarna för första-
sjunde fondstyrelserna.