

# Regeringens skrivelse

## 2001/02:180

Redovisning av AP-fondernas verksamhet år 2001

Skr.

2001/02:180

---

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 23 maj 2002

*Göran Persson*

*Bosse Ringholm*  
(Finansdepartementet)

### Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen lämnar regeringen en redovisning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) verksamhet under 2001. I redovisningen ingår bl.a. en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar, en utvärdering av deras mål och av Första–Fjärde AP-fondernas anpassning till dessa mål under 2001. Därtill utvärderas Sjätte AP-fondens förvaltning 1997–2001.

Sammanställningen av AP-fondernas årsredovisningar visar att resultatet för buffertfonderna sammantagna, dvs. Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna, uppgick till –26,0 miljarder kr år 2001. Det summerade fondkapitalet vid årets utgång uppgick till 565,2 miljarder kr, vilket var 168,7 miljarder kr lägre än året innan. Till denna förändring bidrog, förutom förvaltningsresultatet, den av riksdagen beslutade överföringen av 155 miljarder kr till statskassan och ett överskott av pensionsavgifter utöver pensionsbetalningar på 12,2 miljarder kr. Det senare beloppet är beräknat med avdrag för kostnaderna avseende ålderspensionssystemets administration som uppgick till knappt 1 miljard kr.

Buffertfondernas resultat uttryckt som avkastning blev –4,4 % 2001. Under femårsperioden 1997–2001 uppgick avkastningen till 5,7 % per år i genomsnitt. Det negativa resultatet under 2001 beror på generellt svaga aktiemarknader, inte minst i Sverige, samtidigt som AP-fonderna placerade en växande andel av fondkapitalet i aktier. Under loppet av 2001 steg buffertfondernas samlade aktieandel från 28,6 % till 57,7 % av det aggregerade fondkapitalet, som en konsekvens av Första–Fjärde AP-fondernas ändrade placeringsbestämmelser och de härav följande besluten om ändrad placeringsinriktning som fattades av fondernas styrelser.

Sjätte AP-fonden i Göteborg har uppnått styrelsens mål under den första sammanhängande femårsperioden i fondens historia. Under perio-

den 1997–2001 blev fondens sammanlagda avkastning 10,6 % per år, efter avdrag för samtliga kostnader, vilket är 1,3 procentenheter bättre än jämförelseindex. Vid utgången av 2001 var 36 % av Sjätte AP-fondens kapital investerat i onoterade aktier. Förvaltningen av onoterade aktier har varit framgångsrik och har genererat en årlig avkastning på 19,6 % under femårsperioden, vilket med god marginal överträffar fondens mål för denna del av verksamheten. Det av styrelsen definierade målet för den onoterade portföljen är en avkastning på minst 16 % per år, före avdrag av kostnader.

**Första–Fjärde samt Sjätte AP-fondernas avkastning (%).**

	2001	2000	1999	1998	1997	1997-2001
Första AP-fonden	-5,6					
Andra AP-fonden	-3,7					
Tredje AP-fonden	-4,4					
Fjärde AP-fonden	-5,0					
Sjätte AP-fonden	-8,0	-1,3	55,8	8,4	8,1	10,6
Totalt	-4,4	4,0	11,2	9,6	9,1	5,7

Första–Fjärde AP-fonderna har bedrivit verksamhet i nuvarande form alltför kort tid för att en utvärdering av förvaltningsresultaten skall vara meningsfull. Inte heller Sjunde AP-fonden, som verkar inom premiepensionssystemet, har bedrivit verksamhet tillräckligt länge för att möjliggöra en meningsfull utvärdering av förvaltningen av fondmedlen.

**Sjunde AP-fondens avkastning (%).**

	2001	Del av 2000*
Premiesparfonden	-10,6	-7,4
Premievals-fonden	-12,5	-8,0

\*) Premiesparfondens förvaltning inleddes den 2 november 2000 medan Premievals-fonden startade den 26 september samma år, dvs. något tidigare.

Regeringen finner bl.a. i sin utvärdering att den mycket stora förändring av Första–Fjärde AP-fondernas portföljsammansättning som ägt rum på kort tid har kunnat genomföras utan allvarliga marknadsstörningar.

1	Inledning .....	4
2	AP-fonderna och ålderspensionssystemet .....	6
2.1	Historik .....	6
2.2	Placeringsinriktning .....	7
2.3	AP-fonderna i det reformerade ålderspensionssystemet ....	9
3	AP - fondernas samlade resultat .....	12
3.1	Bakgrund och grundläggande termer .....	12
3.2	Utvecklingen på de finansiella marknaderna under åren 1997–2001 .....	14
3.3	Buffertfondernas samlade resultat.....	18
4	Sammanställning av AP-fondernas resultat år 2001 .....	21
4.1	Första–Fjärde AP-fonderna .....	21
4.1.1	Första AP-fondens resultat.....	21
4.1.2	Andra AP-fondens resultat.....	22
4.1.3	Tredje AP-fondens resultat .....	22
4.1.4	Fjärde AP-fondens resultat.....	23
4.2	Sjätte AP-fonden .....	24
4.3	Sjunde AP-fonden .....	26
4.4	Avvecklingsfonderna .....	27
5	Regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet .....	28
5.1	Utvärdering av AP-fondernas mål.....	28
5.1.1	Övergripande synpunkter på AP-fondernas mål.....	31
5.1.2	Första AP-fondens mål.....	33
5.1.3	Andra AP-fondens mål.....	35
5.1.4	Tredje AP-fondens mål .....	36
5.1.5	Fjärde AP-fondens mål .....	38
5.1.6	Sjätte AP-fondens mål.....	40
5.1.7	Sjunde AP-fondens mål.....	41
5.2	Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas anpassning till nya mål.....	43
5.2.1	Utvärdering av fondernas interna processer...	43
5.2.2	Utvärdering av fondernas eventuella marknadspåverkan.....	48
5.3	Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning.....	50
Bilaga 1	Årsredovisning Första AP-fonden.....	
Bilaga 2	Årsredovisning Andra AP-fonden.....	
Bilaga 3	Årsredovisning Tredje AP-fonden.....	
Bilaga 4	Årsredovisning Fjärde AP-fonden.....	
Bilaga 5	Årsredovisning Sjätte AP-fonden.....	
Bilaga 6	Årsredovisning Sjunde AP-fonden.....	
Bilaga 7	Underlag från Wassum Investment Consulting.....	
Bilaga 8	PM angående AP-fondernas marknadspåverkan.....	

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 23 maj 2002.....

De allmänna pensionsfonderna (AP-fonderna) ingår i ålderspensions-systemet vid sidan av statsbudgeten, vilket i sin tur består av ett fördelningssystem och ett premiereservsystem. Pensioner inom fördelningssystemet finansieras i princip av inbetalda pensionsavgifter samma år medan premiereservsystemet är fonderat i sin helhet.

Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna förvaltar buffertkapitalet inom fördelningssystemet och kan därför sägas fullgöra funktionen som buffertfonder. Detta innebär att fonderna ingår bland pensionssystemets tillgångar, utan att ensamma utgöra dessa tillgångar. Buffertfonderna utjämnar svängningar i flödet av pensionsavgifter och pensionsbetalningar och förväntas dessutom bidra till pensionssystemets långsiktiga finansiering. Sjunde AP-fonden förvaltar, i likhet med ett stort antal privata fondförvaltare, det fonderade kapitalet i premiereservsystemet.

Första–Fjärde AP-fonderna fick nya uppdrag med verkan fr.o.m. den 1 januari 2001. Som ett led i pensionsreformen har fondernas roll som buffert och långsiktig finansiär inom försäkringen för inkomstrelaterad ålderspension renodlats. Fondernas styrelser har ålagts att fastställa operationella mål för verksamheten på basis av allmänna riktlinjer givna i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder) och dess förarbeten (prop. 1999/2000:46). Eftersom riktlinjerna är desamma för de fyra buffertfonderna har de identiska uppdrag. Den tidigare specialiseringen av de dåvarande första–tredje fondstyrelserna samt fjärde och femte fondstyrelserna mot räntebärande instrument respektive aktier har försvunnit. De nuvarande Första–Fjärde AP-fonderna skall samtliga förvalta blandade portföljer av obligationer och aktier, såväl inhemska som utländska.

Utmärkande för AP-fondernas verksamhet 2001 har varit anpassningen till Första–Fjärde AP-fondernas nya regelverk. De av styrelserna definierade målen i form av strategisk placeringsinriktning kom att avvika väsentligt från de i princip identiska portföljer som fonderna mottog som ett resultat av portföljuppdeleningen vid årsskiftet 2000/01. Det innebär att de finansiella marknaderna träffades av mycket stora transaktionsvolymmer från Första–Fjärde AP-fondernas sida, i synnerhet försäljningar av svenska räntebärande instrument och köp av utländska aktier. Dessa transaktioner framfördes av vissa analytiker och kommentatorer som förklaring till valutamarknadens rörelser under loppet av året, vilket denna gång ansetts motivera en separat analys av AP-fondernas eventuella marknadspåverkan under 2001. Därutöver utvärderas Första–Fjärde samt Sjunde AP-fondernas operationella mål, som de kommit till uttryck i den strategiska placeringsinriktning som beslutats av styrelserna, de s.k. normalportföljerna. I dessa fall har fondernas verksamhet i nuvarande form varit alltför kort för att någon djupare utvärdering av förvaltningsresultaten skall vara meningsfull. Regeringen tillämpar en femårig utvärderingshorisont, vilket inte bör tolkas alltför strikt men likväl indikerar att ett år är en alltför kort tidrymd i detta sammanhang. Första–Fjärde samt Sjunde AP-fondernas avkastning återges därför utan kommentar. Sjätte AP-fonden, däremot, har verkat under villkor som medger en ordentlig utvärdering av förvaltningsresultatet över en femårsperiod.

Fonderna skall årligen överlämna årsredovisning och revisionsberättelse till regeringen. Sjätte AP-fonden skall därtill lämna en egen utvärdering av fondens förvaltning. Regeringen skall därpå göra en sammanställning av fondernas årsredovisningar och utvärdera förvaltningen av fondkapitalet. Fondernas årsredovisningar, regeringens sammanställning och regeringens utvärdering av förvaltningen skall överlämnas till riksdagen.

I skrivelsen lämnar regeringen i avsnitt 2 en redogörelse för AP-fondernas verksamhet och organisation, mot bakgrund av de omfattande reformer som ägt rum på området. I avsnitt 3 redovisas det samlade resultatet för fördelningssystemets buffertfonder. I avsnitt 4 ges en sammanfattning av resultaten för varje fond med fondernas årsredovisningar som underlag. Därefter följer i avsnitt 5 regeringens utvärdering av verksamheten. Detta år läggs tonvikten vid fondernas mål i form av strategisk placeringsinriktning, anpassningen till dessa mål samt Sjätte AP-fondens förvaltningsresultat. Även i år har regeringen anlitat extern expertis för att bistå vid utvärderingen. Detta underlag återfinns i bilaga 6.

## 2 AP-fonderna och ålderspensionssystemet

### 2.1 Historik

Pensionssystemet reformerades 1999 (prop. 1997/98:151 och 152, bet. 1997/98:SfU14, rskr. 1997/98:315 och 320). Det reformerade ålderspensionssystemet är indelat i två huvuddelar, dels inkomstgrundad ålderspension, dels ett grundskydd i form av garantipension. Den inkomstgrundade ålderspensionen finansieras inom ramen för ett avgiftsbestämt pensionssystem vid sidan av statsbudgeten. Det avgiftsbestämda pensionssystemet i sin tur består av ett fördelningssystem med buffertfonder och av ett fullt fonderat premiereservsystem. Garantipensionen, tillsammans med ATP-systemets förtidspension och efterlevandepension, finansieras över statsbudgeten.

Som en konsekvens av reformarbetet har AP-fonderna fått en tydligare roll inom ramen för det autonoma pensionssystemet. AP-fondernas nya regelverk beslutades av riksdagen den 12 april 2000 (prop. 1999/2000:46, bet. 1999/2000:FiU19, rskr. 1999/2000:181). En ny organisatorisk struktur trädde i kraft den 1 maj 2000, varvid första–femte fondstyrelserna ombildades till Första–Fjärde AP-fonderna och sjätte fondstyrelsen bytte namn till Sjätte AP-fonden. En motsvarande omfördelning av kapital internt mellan Första–Fjärde AP-fonderna, samt en inleverans av 155 miljarder kr från fonderna till staten, genomfördes den 1 januari 2001, samtidigt som de nya placeringsreglerna och resterande delar av den nya lagstiftningen började gälla. Sedan riksdagen i maj 2001 beslutat propositionen om automatisk balansering av ålderspensionssystemet (prop. 2000/01:70, bet. 2000/01:SfU13, rskr. 2000/01:210) definieras även Sjätte AP-fonden som buffertfond genom att denna inkluderas i beräkningen av pensionssystemets tillgångar.

Den ursprungliga AP-fonden inrättades i samband med 1960 års pensionsreform och införandet av Allmän tilläggspension (ATP). Motivet bakom fondbildningen var ett samhällsekonomiskt intresse av att hålla uppe sparandet i ekonomin, mot bakgrund av pensionssystemets utformning som ett rent fördelningssystem (dvs. varje års pensioner finansierades genom avgifter på den aktiva befolkningens inkomster under samma år). Om sparandet hade minskat till följd av reducerad osäkerhet om framtida pensionsvillkor så hade det riskerat att påverka tillväxten negativt och därmed förutsättningarna att finansiera pensionsutgifterna långsiktigt. Det fanns även ett behov av att bygga upp en buffert för att klara kortsiktiga skillnader mellan avgiftsinkomster och pensionsutbetalningar.

Inledningsvis gick uppdraget att förvalta fonden till tre fondstyrelser – första, andra och tredje fondstyrelserna. Fondstyrelserna skulle enligt lag placera medlen i svenska räntebärande instrument och, fr.o.m. 1988, även i fastigheter.

För att bredda den tidigare AP-fondens placeringsmöjligheter till att omfatta även aktier inrättades en fjärde fondstyrelse 1974 och därpå en femte fondstyrelse 1988. Vidare inrättades den 1 juli 1996 en sjätte fondstyrelse med uppgift att placera på riskkapitalmarknaden med inriktning mot små och medelstora företag.

Under våren 1998 fattade riksdagen beslut om det reformerade ålderspensionssystemet. Genom övergångsbestämmelser regleras urfasningen av ATP-systemet fram till 2018, då inbetalningen av pensionsavgifter till ATP upphör (utbetalningar av ATP-pensioner av någon omfattning väntas fortgå åtminstone in på 2030-talet). AP-fonderna finansierar försäkringen för inkomstrelaterad ålderspension, oavsett om den härrör ur ATP-systemet eller ur det reformerade fördelningssystemet.

Reformen innebar att åtagandet för garantipension, liksom för ATP-systemets förtids- och efterlevandepension, överfördes från pensionsystemet till statsbudgeten. Det ansågs mot den bakgrunden motiverat att kompensera statsbudgeten i form av en kapitalöverföring från buffertfonderna. Riksdagen har därför beslutat om överföringar från AP-fonderna till Riksgäldskontoret sammantaget uppgående till 245 miljarder kr vid tre tillfällen åren 1999–2001. Under 1999 och 2000 överfördes 45 miljarder kr respektive år och 2001 överfördes 155 miljarder kr. Överföringarnas slutgiltiga storlek bestäms vid en kontrollstation 2004. En eventuell sista överföring görs den 1 januari 2005.

## 2.2 Placeringsinriktning

Efter överföringen till Riksgäldskontoret uppgick det sammanlagda marknadsvärderade kapitalet i buffertfonderna till 578 904 miljoner kr den 1 januari 2001, med en sammansättning som avspeglade det dittills gällande förvaltningsuppdraget. Detta innebar bl.a. en förhållandevis hög andel svenska nominella räntebärande instrument och en förhållandevis låg portföljandel placerad utomlands. Styrelsernas tolkning av Första–Fjärde AP-fondernas nya uppdrag resulterade i en placeringsinriktning som innefattade en väsentligt högre aktieandel och en väsentligt högre andel utländska placeringar. Eftersom dessa fonder sammantagna utgör den ojämförligt största andelen av buffertkapitalet resulterade portfölj-anpassningen i omfattande transaktionsvolym och en markant förändring av fondernas totala placeringsinriktning (se tabell 1). Förutom Första–Fjärde AP-fonderna ingår Sjätte AP-fonden samt de s.k. avvecklingsfonderna i denna sammanlagda buffertfond.<sup>1</sup>

Tabell 1. Buffertfondens sammansättning i början och i slutet av 2001 (mdkr).

	31 december	1 januari	Differens
Svenska aktier	116,0	152,0	-36,0
Utländska aktier	210,1	13,9	196,2
Svenska räntebärande	103,4	285,3	-181,9
Utländska räntebärande	77,7	58,2	19,5
Realränteobligationer	39,8	49,1	-9,3
Fastigheter	18,3	20,5	-2,2
Summa	565,3	578,9	-13,7
Varav utomlands*	287,8	72,1	215,7

\*) Huvuddelen av de utländska placeringarna var valutasäkrade.

Enligt det tidigare gällande uppdraget skulle de dåvarande första–tredje fondstyrelserna placera fondkapitalet i räntebärande instrument,

<sup>1</sup> Avvecklingsfonderna förvaltar de onoterade värdepapper i vilka Första–Fjärde AP-fonderna är förhindrade att placera enligt det nya regelverket.

varav högst 10 % fick vara utställda i utländsk valuta. Högst 5 % av fondmedlen fick placeras i fastigheter.

På motsvarande sätt skulle de dåvarande fjärde–sjätte fondstyrelserna placera fondmedlen på aktiemarknaden. Fjärde och femte fondstyrelserna fick placera upp till 10 % av fondkapitalet i utländsk valuta. Dessa fondstyrelser fick som mest förvärva en andel som motsvarade 10 % av antal aktier eller röstetal i ett svenskt noterat aktiebolag. För sjätte fondstyrelsens del var denna begränsning maximalt 30 % av aktiekapital eller röstetal. För sjätte fondstyrelsens placeringar i aktier i svenska onoterade bolag eller svenska börsnoterade riskkapitalbolag gällde inga begränsningar. Reglerna avseende Sjätte AP-fonden har överförts oförändrade till lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden och gäller därför alltså.

Enligt det fr.o.m. 2001 gällande uppdraget skall Första–Fjärde AP-fonderna förvalta diversifierade portföljer bestående av marknadsnoterade och omsättningsbara värdepapper samt aktier eller andra andelar som inom ett år avses bli noterade vid en börs eller annan reglerad marknad (se tabell 2). Minst 30 % av det marknadsvärderade kapitalet skall placeras i fordringsrätter med låg kredit- och likviditetsrisk. Begränsningen vid maximalt 10 % av röstetalet i börsnoterade företag kvarstår från det tidigare regelverket. Därtill får var och en av Första–Fjärde AP-fonderna inneha noterade aktier till ett marknadsvärde som uppgår till högst 2 % av börsvärdet. Maximalt 5 % av det marknadsvärderade fondkapitalet får placeras i aktier eller andra andelar i onoterade riskkapitalbolag, i onoterade fordringsrätter eller i fonder som huvudsakligen placeras i onoterade instrument. Beträffande onoterade riskkapitalbolag gäller begränsningen maximalt 30 % av rösterna. Första–Fjärde AP-fondernas aktieplaceringar i onoterade fastighetsbolag är undantagna från begränsningarna avseende marknadsvärde eller röstetal. Dessa placeringar begränsas i stället av en generell princip om riskspridning. Under 2001 fick högst 15 % av Första–Fjärde AP-fondernas marknadsvärderade tillgångar vara utsatta för valutarisk. Denna tillåtna högsta andel ökar med 5 procentenheter per år upp till maximalt 40 %. Minst 10 % av fondkapitalet skall förvaltas externt. Förvaltningen i samband med övergången från gamla till nya regler utvärderas i avsnitt 5.

Sjunde AP-fonden, den tidigare sjunde fondstyrelsen, är en av flera förvaltare av de avgifter som finansierar premiereservsystemet inom försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Sjunde AP-fonden lyder under det regelverk som gäller för Första–Fjärde AP-fonderna fr.o.m. 2001, och dessutom under tillämpliga delar av lagen (1990:1114) om värdepappersfonder. Utöver den senare lagens bestämmelser om placeringsinriktning är Sjunde AP-fonden förhindrad att förvärva mer än 5 % av röstetalet i ett svenskt eller utländskt aktiebolag och är i normalfallet förhindrad att utöva rösträtt i ett svenskt aktiebolag. För Sjunde AP-fonden gäller ingen föreskrift om minsta andel extern förvaltning.

Under 2000 arbetade en särskild utredare (dir. 2000:8) med att föreslå sammansättningen av de 155 miljarder kr som de då gemensamförvaltade Första och Andra AP-fonderna skulle inleverera till Riksgäldskontoret vid årsskiftet. Utredaren hade också i uppdrag att föreslå hur tillgångarna skulle fördelas mellan Första–Fjärde AP-fonderna vid samma tidpunkt. Utredaren föreslog bl.a. att onoterade fordringsrätter och aktier som inte får innehas enligt de nya placeringsreglerna överförs till särskild förvalt-



ning i Första respektive Fjärde AP-fonderna. Riksdagen beslutade senare i enlighet med utredarens förslag (prop. 2000/01:14, bet. 2000/01:FiU13, rskr. 2000/01:47). Den särskilda förvaltningen bedrivs avskilt från övrig förvaltning inom ramen för två s.k. avvecklingsfonder.

Skr. 2001/02:180

**Tabell 2. Första-Fjärde AP-fondernas nya placeringsregler i sammandrag**

Typ av instrument	Tillåtna placeringar
Generellt	Alla förekommande instrument på kapitalmarknaden. Aktier och fordringsrätter skall vara marknadsnoterade och omsättningsbara (fastighetsaktier undantagna).
Onoterade värdepapper	Högst 5 % av en fonds tillgångar får vara placerade i onoterade men omsättningsbara värdepapper. Onoterade aktier får endast ägas indirekt via fond eller riskkapitalbolag (fastighetsaktier undantagna).
Räntebärande instrument	Minst 30% av en fonds tillgångar skall vara placerade i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk.
Derivat	Främst i syfte att effektivisera förvaltning eller minska risker. Ej derivat med råvaror som underliggande tillgång.
Krediter	Bankinlåning och utlåning på dagslänemarknaden. Direktlån till egna fastighetsbolag. Repor och värdepapperslån, främst i syfte att effektivisera förvaltningen.
Utländsk valuta	Högst 40 % av tillgångarna får vara exponerade för valutarisk. Upptrappning med 5 procentenheter per år från den gräns på 15 % som gällde vid utgången av 2001.
Upplåning	Kortfristig upplåning vid tillfälliga behov. Möjlighet till lån i Riksgäldskontoret vid fondtömning.
Stora exponeringar	Högst 10 % av en fonds tillgångar får exponeras mot en enskild emittent eller grupp av emittenter med inbördes anknytning.
Svenska aktier	Marknadsvärdet av varje fonds innehav av noterade aktier i svenska bolag får uppgå till högst 2 % av värdet av de svenska aktier som är noterade vid svensk börs eller auktoriserad marknadsplats.
Röstetal	Högst 10 % i ett börsnoterat enskilt företag (egna fastighetsbolag undantagna). Högst 30 % i onoterade företag (riskkapitalbolag).
Externa förvaltningsuppdrag	Minst 10 % av kapitalet i varje fond skall skötas av utomstående förvaltare genom köp av fondandelar eller genom uppdrag om diskretionär förvaltning.

## 2.3 AP-fonderna i det reformerade ålderspensionssystemet

Pensionsrätter och pensionsutbetalningar beräknas under en övergångsperiod enligt två system, dels det tidigare allmänna pensionssystemet, omfattande folkpension och pensionstillskott samt allmän tilläggspension (ATP), dels det reformerade pensionssystemet, omfattande inkomstgrundad ålderspension och garantipension.<sup>2</sup> Den inkomstgrundade ålderspensionen i sin tur består av ett fördelningssystem med buffertfonder och av ett helt fonderat premiereservsystem. Genom reformen sker en gradvis

<sup>2</sup> Folkpension och pensionstillskott ersätts fr.o.m. 2003 av garantipension.

övergång från det gamla till det nya systemet. När de som är födda 1953 uppnår 65 års ålder upphör beräkningen av nybeviljade pensioner enligt de äldre reglerna.

I det reformerade systemet fastställs årligen en pensionsrätt motsvarande 18,5 % av pensionsgrundande inkomster jämte vissa tillkommande belopp. Huvuddelen av pensionsrätten, ett belopp motsvarande 16,0 % av den pensionsgrundande inkomsten, tillgodoräknas den enskilde inom ramen för fördelningssystemet. Resten, 2,5 % av pensionsgrundande inkomster, förs till premiepensionssystemet där det förvaltas i fonder enligt individens önskemål. För de som inte uttryckt några sådana önskemål förs motsvarande premiepensionsmedel till Sjunde AP-fondens Premiesparfond.

Det har varit ett mål för reformarbetet inom pensionsområdet att pensionsrätterna enligt fördelningssystemet, såväl som utgående pensioner, skall räknas upp med genomsnittsinkomsten i samhället. Därmed tillgodoses grundläggande krav på neutralitet mellan generationer. Det har därtill ansetts önskvärt att räkna om individens intjänade pensionsrätt vid pensionstillfället till en årlig pension med hjälp av ett fast delningstal, innebärande att individen behåller sin pension livet ut även om medellivslängden skulle stiga efter uppnådd pensionsålder.

Målet, att räkna upp pensionsrätter med genomsnittsinkomsten, skulle i princip kunna hota systemets finansiella stabilitet på längre sikt eftersom de pensionsavgifter som finansierar systemet växer med inkomstsumman, dvs. produkten av genomsnittsinkomst och antal förvärvsarbete. Om förvärvsfrekvensen går ner växer inkomstsumman, och därmed avgiftsinkomsterna, långsammare än genomsnittsinkomsten som bestämmer tillväxten av pensionsskulden. Om pensionssystemets avgiftsinkomster långsiktigt växer i en långsammare takt än tillväxten av pensionsskulden hotas den finansiella stabiliteten. Trots denna komplikation har det varit möjligt att konstruera ett autonomt pensionssystem vid sidan av statsbudgeten. Förklaringen är att pensionssystemet är avgiftsbestämt och inte, som tidigare, förmånsbestämt och att det kan visas vara finansiellt stabilt. Att systemet är avgiftsbestämt innebär att det råder en grundläggande symmetri mellan inbetalning av avgifter och den pensionsrätt som tillgodoräknas den enskilde. Att systemet blir finansiellt stabilt, även under svåra demografiska påfrestningar, beror på den av riksdagen beslutade automatiska balanseringen som eliminerar risken för varaktiga underskott (prop. 2000/01:70, bet. 2000/01:SfU13, rskr. 2000/01:210).

Den automatiska balanseringen av ålderspensionssystemet innebär i korthet att uppräknings av pensionsrätter och pensioner reduceras i förhållande till genomsnittsinkomsten när systemets tillgångar understiger pensionsskulden. Relationen mellan tillgångar och skulder i pensionssystemet uppskattas med hjälp av det s.k. balanstalet.<sup>3</sup> Tillgångarna beräknas med utgångspunkt i hur pensionsrätter intjänas och pension utbetalas. Den med beloppen vägda genomsnittliga tidrymden från det att pensionsrätter intjänas till det att de utbetalas är i dag cirka 33 år. Med kännedom om denna s.k. omsättningstid kan det årliga avgiftsflödet enkelt omvandlas till en begreppsmässig tillgång, den s.k. avgiftstill-

<sup>3</sup> Balanstal = (avgiftstillgång + buffertfond)/pensionsskuld

gången.<sup>4</sup> Denna kan beskrivas som nuvärdet av alla framtida inbetalningar av pensionsavgifter, om diskonteringsräntan motsvaras av inversen av omsättningstiden. Pensionssystemets tillgångar kan därefter definieras som summan av den på detta sätt beräknade avgiftstillgången och buffertfondernas förmögenhet. Pensionssystemets skulder består av beräknad skuld till förvärvsaktiva och pensionärer. Om tillgångarna understiger skulderna aktiveras den automatiska balanseringen, varvid pensionsskulden börjar indexeras i långsammare takt än som annars skulle vara fallet.

Buffertfondernas roll i det reformerade pensionssystemet är att utjämna svängningar i avgiftsinbetalningar och pensionsutbetalningar, i synnerhet på längre sikt, och att bidra till systemets långsiktiga finansiering. Första–Fjärde AP-fonderna finansierar dessutom pensionssystemets administration.<sup>5</sup> I dessa delar fullgör buffertfonderna uppgifter inom ramen för både ATP-systemet och det reformerade inkomstpensionssystemet. Genom det reformerade pensionssystemets autonoma konstruktion har emellertid buffertfondernas roll klarlagts ytterligare, vilket möjliggjort närmare analyser av fondernas åtaganden i det reformerade pensionssystemet. Fondernas organisation och verksamhet regleras i lag och fondkapitalet får inte tas i anspråk för annat ändamål än föreskrivet.

På ett övergripande plan skall fondmedlen förvaltas så att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Av förarbetena (prop. 1999/2000:46 s. 76) framgår att målet är att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risken i placeringarna, där risk och avkastning skall tolkas i termer av utgående pensioner. Den totala risknivån i förvaltningen skall vara låg. Kravet på låg risk gäller emellertid inte Sjunde AP-fondens förvaltning av Premievals-fonden. Hänsyn till miljö och etik skall tas i placeringsverksamheten utan att avkall görs på det övergripande målet om hög avkastning.

För Första–Fjärde AP-fondernas del är innebörden att förvaltningen skall ta sin utgångspunkt i pensionssystemets åtagande. Eftersom belastningen på pensionssystemet till följd av demografiska faktorer kan förutses vara störst under perioden 2010–2050 måste analysen av åtagandesidan sträcka sig tillräckligt långt in i framtiden. Dessutom sägs i förarbetena att buffertfonderna i sin placeringsverksamhet bör sträva efter att vara neutrala mellan olika generationer samt att stor vikt bör läggas vid att undvika att den automatiska stabiliseringen aktiveras (prop. 1999/2000:46 s. 79). Slutligen motiverar fondernas roll som buffert ett krav att upprätthålla nödvändig betalningsberedskap.

<sup>4</sup> Avgiftstillgång = pensionsavgifter x omsättningstid

<sup>5</sup> Administrationskostnaderna reducerar utestående pensionsbehållningar, dock ej pensioner som börjat utbetalas. Denna reduktion ökar från 60 % av kostnaderna i dag, till 100 % efter full infasning av det nya pensionssystemet.

## 3.1 Bakgrund och grundläggande termer

AP-fonderna förvaltar de ackumulerade avgifter som inbetalats och alltså jämt inbetalas för att finansiera såväl försäkringen för tilläggs pension som försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna förvaltar det fonderade buffertkapitalet avseende såväl tilläggs pension som inkomstgrundad ålderspension, medan Sjunde AP-fonden uteslutande verkar inom den senare försäkringsgrenen. Inom försäkringen för inkomstgrundad ålderspension tillhör Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna fördelningssystemet medan Sjunde AP-fonden tillhör premiepensionssystemet.

Vid utvärdering av AP-fondernas förvaltningsresultat, som denna gång är begränsad till Sjätte AP-fondens förvaltning, jämförs portföljernas avkastning med avkastningen på de marknader där fonderna placerat medel. En marknadsvärdering av tillgångarna medför att resultatet kan variera kraftigt från år till år, som ett resultat av temporära svängningar i marknadspriserna. Sett över en längre period tenderar sådana tillfälliga fluktuationer i resultatet att utjämnas. Utvärderingsperioden bör därför sträcka sig över några år. En alltför lång utvärderingsperiod kan dock medföra incitamentsproblem i förvaltningen, varför regeringen funnit att femåriga perioder är en lämplig avvägning. Endast Sjätte AP-fonden kan denna gång uppvisa en tillräckligt lång historik. Första–Fjärde samt Sjunde AP-fonderna har verkat under alltför kort tid för att förvaltningsresultaten skall kunna läggas till grund för en meningsfull utvärdering.

Vid en utvärdering måste hänsyn tas till de omvärldsfaktorer och restriktioner som påverkar fondernas avkastning. Även om fondens värde minskat kan förvaltningen av kapitalet ha varit framgångsrik vid en jämförelse med relevanta index eller andra förvaltare. En utvärdering av förvaltningen är svår att göra, eller t.o.m. meningslös, om inte den erhållna avkastningen kan relateras till något mått på den risk förvaltningen medfört. En hög avkastning kan bero på skicklig förvaltning, på ett stort mått av risktagande eller på en kombination av båda.

I skrivelsen används en rad riskbegrepp. Risk definieras ofta med utgångspunkt i statistiska spridningsmått som beskriver hur tillgångspriser eller räntor varierar omkring ett medelvärde. Ett sådant ofta använt spridningsmått är *standardavvikelse*, som har samma sort som de ingående variablerna, i detta fall procent. Ett lika legitimt men mindre vanligt spridningsmått är *varians*, som helt enkelt är den kvadrerade standardavvikelsen. Detta senare riskmått har en annan och mer svårtolkad sort som försvårar jämförelser med uppnådd eller förväntad avkastning.<sup>6</sup> Av denna anledning är det vanligt att ensidigt utnyttja standardavvikelse som spridningsmått även i sådana fall då varians strängt taget skulle vara ett mer ändamålsenligt riskmått.

För portföljer av värdepapper kan man beräkna *portföljbeta* som anger portföljens känslighet för variationer i marknaden som de kommer till uttryck i jämförelseindex. Ett portföljbeta som överstiger ett indikerar att

<sup>6</sup> Avkastning och standardavvikelse mäts båda i procent (dvs. hundradelar) medan varians mäts i %<sup>2</sup> (dvs. hundradels procent eller tiotusendelar).

portföljen tenderar att röra sig mer än jämförelseindex. Motsatsen, dvs. en defensiv portfölj som rör sig mindre än marknaden, har ett portföljbeta understigande ett.

Ofta redovisas den *riskjusterade avkastningen*. Ett vanligt mått på riskjusterad avkastning är *Sharpekvoten* som är avkastningen utöver den s.k. riskfria räntan dividerad med avkastningens standardavvikelse<sup>7</sup>. Man kan alternativt uttrycka det som att Sharpekvoten mäter erhållen riskpremie per enhet standardavvikelse. Ett alternativt mått på riskjusterad avkastning är *alfa* (ibland *Jensen's alfa*). Detta mått uppskattas med hjälp av statistiska metoder, i likhet med beta, och beskriver den andel av portföljens avkastning som varit oberoende av rörelserna i jämförelseindex under den studerade perioden.

Ett riskmått som är viktigt för förvaltare är *aktiv risk*. Den aktiva risken visar i hur hög grad en förvaltare valt att avvika från det index som portföljens avkastning jämförs med. Den aktiva risken mäts t.ex. med *tracking error* som i princip är standardavvikelsen avseende förvaltarens överavkastning gentemot jämförelseindex. Ett mått på riskjusterad avkastning som utgår från graden av avvikelse från jämförelseindex är *informationskvoten* som relaterar överavkastning mot jämförelseindex till aktiv risk mätt med tracking error<sup>8</sup>. Därmed uttrycker informationskvoten fondens överavkastning i förhållande till index, per enhet aktiv risk.

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 ackumulerade överskott/underskott i placeringsverksamheten. Avkastningen på det totala fondkapitalet har beräknats av regeringen som en *kapitalvägd avkastning* i form av en *internränta*.<sup>9</sup> Därmed beaktas inte bara ingående och utgående fondkapital utan också effekterna av alla flöden till och från den aggregerade buffertfonden. Dessa flöden, som i normalfallet består av inbetalning av pensionsavgifter, utbetalning av pensioner samt administrationskostnader, administreras av Riksförsäkringsverket. Den kapitalvägda avkastningen ger ett korrekt uttryck för den procentuella avkastning som kommit pensionssystemet till del, justerad för flödeseffekter, och kan därför jämföras med inflationen eller med andra förvaltares resultat. Alternativet är att beräkna en *tidsvägd avkastning*, som bortser från konsekvenserna av flöden. Den tidsvägda avkastningen mäter den hypotetiska avkastning som skulle ha blivit resultatet om det inte förekommit några flöden alls. Detta senare mått anses därför vara relevant vid utvärdering av fondförvaltare eftersom dessa inte rör över andelsägarnas beslut att köpa och sälja fondandelar eller när i tiden dessa beslut genomförs. AP-fonderna rapporterar en tidsvägd avkastning, eftersom de inte har inflytande över flödet av pensionsavgifter och pensionsbetalningar. Ett undantag från denna princip är Sjätte AP-fondens onoterade portfölj.

Enligt EVCA:s riktlinjer (European Private Equity & Venture Capital Association) skall avkastningsberäkningar avseende onoterade aktier ske med hjälp av en internränta, dvs. en kapitalvägd avkastning, eftersom

<sup>7</sup> Sharpekvot = (avkastning – riskfri ränta)/standardavvikelse

<sup>8</sup> Informationskvot = överavkastning/aktiv risk

<sup>9</sup> Internräntan är den diskonteringsränta som likställer nuvärdet av en portföljs alla kassaflöden, inklusive slutvärdet, med portföljens startvärde.

förvaltaren bestämmer tidpunkten för nya investeringar och deras omfattning. Enligt EVCA:s riktlinjer skall därtill värderingen av onoterade aktier baseras på en konservativ värdering (*conservative value*) alternativt en skälig värdering (*fair market value*). Sjätte AP-fonden tillämpar en konservativ värdering enligt vilken onoterade aktier värderas till bokfört värde till dess det sker en transaktion med tredje part till ett annat pris. Nedvärderingar i multiplar av 0,25 äger rum om vid en påtaglig och varaktig försämring av förutsättningarna.

Första–Fjärde samt Sjunde AP-fondernas mål har utformats efter en analys av pensionssystemets åtagande. En sådan analys, varigenom man studerar olika tillgångsportföljer på basis av deras förenlighet med fondens grundläggande uppdrag, kallas en *ALM-studie* (Asset Liability Modelling). Ett viktigt inslag i en sådan studie är valet av antaganden beträffande de olika tillgångsslagens förväntade avkastning och risk på längre sikt. Andra betydelsefulla inslag är analysen av mål och restriktioner på basis av fondernas roll i pensionssystemet samt valet av teknik för att omsätta dessa antaganden, mål och restriktioner till en samlad bedömning av förväntad avkastning och risk. Dessa beslutsunderlag har i senare skeden legat till grund för styrelsernas beslut om normalportföljer.

### 3.2 Utvecklingen på de finansiella marknaderna under åren 1997–2001

#### *Börsutvecklingen*

Avkastningen blev negativ på de flesta aktiemarknader under 2001. Trots en markant återhämtning under sista kvartalet backade Stockholmsbörsen med 17 % mätt med SX All-Share (SAX). Även utländska börser föll rejält, börserna i europaområdet föll med 20 % mätt med EMU Stoxx 50 medan världsindex mätt med MSCI World föll med 18 %. Dessa index exkluderar effekten av utdelningar.

Trots den negativa börsutvecklingen 2000 och 2001 har den totala avkastningen på aktiemarknaderna varit god under femårsperioden 1997–2001. Inklusivt aktieutdelningar har avkastningen på Stockholmsbörsen varit 13,3 % per år under femårsperioden mätt med SIX avkastningsindex. Motsvarande avkastning för den närmast föregående femårsperioden var 25,5 % per år, dvs. de fallande börskurserna sedan mars 2000 har fått stor effekt på den genomsnittliga avkastningen de senaste fem åren. Världsindex inklusive aktieutdelningar, mätt med MSCI World index beräknat i dollar, gav under perioden 1997–2001 en genomsnittlig avkastning på 5,7 % per år. Uppdelat på de enskilda marknaderna USA och Europa visar detta index en genomsnittlig avkastning på 10,5 % i USA och 6,6 % i Europa. Den negativa utvecklingen på Tokyobörsen speglar utvecklingen i den japanska ekonomin. Tokyobörsen föll med i genomsnitt 7,9 % per år, inklusive utdelningar, under femårsperioden.

Den positiva börsutvecklingen under andra halvan av nittioåret har brutits och både 2000 och 2001 uppvisade en negativ börsutveckling. Den kraftiga uppgången i framför allt teknikaktier som inleddes under hösten 1999 ligger bakom den mycket positiva utvecklingen för bl.a. Stockholmsbörsen och Nasdaqbörsen fram till första kvartalet 2000. I

efterhand kan man konstatera att detta var en s.k. bubbla och under slutet av 2001 var index för Stockholmsbörsen och Nasdaq tillbaka på samma nivå som under oktober 1999. Flera faktorer kan förklara de kraftigt stigande börskurserna under perioden fram till mars 2000. En gynnsam makroekonomisk utveckling och reducerade krav på riskpremier för att investera i aktier utgjorde en för marknaden gynnsam bakgrund. Utvecklingen kulminerade när USA:s centralbank Federal Reserve och andra centralbanker tillförde likviditet för att minska risken för störningar i samband med millennieskiftet. Höga aktiepriser motsvarades av höga förväntningar på företagens framtida vinstutveckling, inte minst för företag inom informations- och kommunikationsteknologi (IKT-sektorn). Den kraftiga uppgången på Stockholmsbörsen förklaras till stor del av IKT-sektorns stora andel av Stockholmsbörsen. En omfattande ökning av andelen av den svenska befolkningen med innehav i aktier och fonder bidrog sannolikt också till en ökad efterfrågan på aktier. I samband med Rysslandskrisen 1998 inträffade en relativt kraftig börsnedgång som dock snabbt hämtades in. Efter toppnoteringarna på börsen i mars 2000 inleddes en nedgång som kom att bli djupare och mer långvarig.

Figur 1. Stockholmsbörsen mätt med SX All-Share (SAX) 1997-2001 (1996-12-30 = 100).



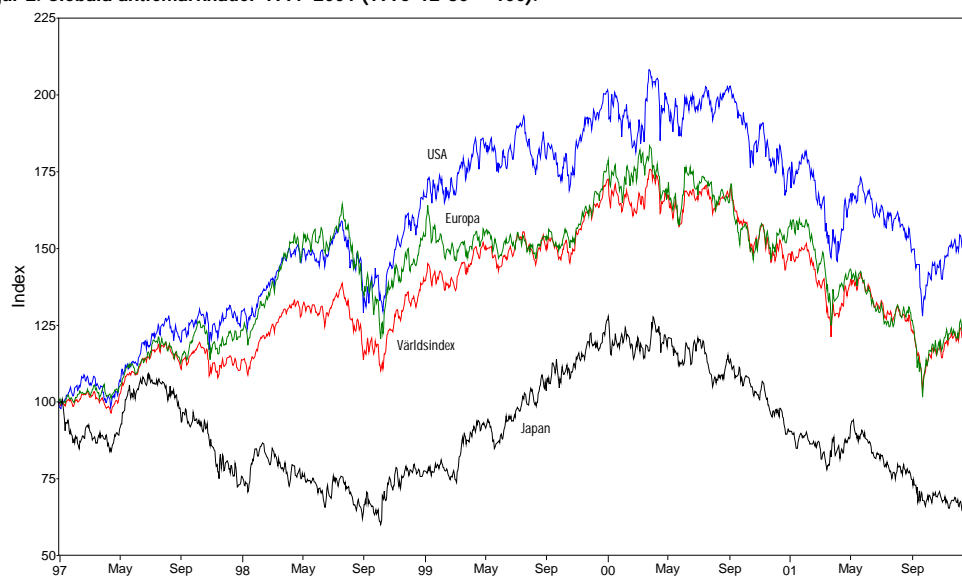
Under 2001 avspeglades konjunkturavmattningen i fortsatt börsnedgång. Hopp om en vändning i konjunkturen ledde till en tillfällig börsuppgång under våren. Den ekonomiska avmattningen fördjupades dock under sommaren med negativ utveckling på börserna som följde. Terrorattackerna i Förenta staterna den 11 september förstärkte nedgången temporärt men aktiekurserna återhämtade sig under slutet av 2001. Fram till den 21 september, då börserna bottnade, hade Stockholmsbörsen mätt med SAX-index backat med 36 % sedan årsskiftet. Börsuppgången under hösten resulterade som nämnts i att SAX-index backade med 17 % under 2001.

Stockholmsbörsens exponering mot IKT-sektorn är fortfarande omfattande, trots stora kursnedgångar inom sektorn, vilket innebär att korrelationen med den teknologidominerade Nasdaqbörsen i New York är fortsatt stark. Under loppet av 2001 föll Nasdaqbörsen med 21 %. Det bredare USA-indexet S&P 500 föll med 13 % under 2001. Liksom under

2000 var det företag inom IKT-sektorn som stod för en stor del av kursfallet på Stockholmsbörsen under 2001. Ericssons B-aktie backade med 47 % och SX Information Technology Price index med 45 %.

Telekomsektorn har i hög grad påverkat börsutvecklingen även 2001. Kreditvärderingsinstituten har nedgraderat teleoperatörer på grund av den höga skuldsättningen i sektorn som är en följd av stora investeringar och höga licensavgifter. Teleoperatörerna har skjtit fram investeringarna i ny utrustning vilket drabbat leverantörer av utrustning såsom Ericsson, Motorola och Nokia. Kursfallen inom telekomsektorn har varit betydande till följd av att återhämtningen i sektorn, som väntas när leveranserna av den tredje generationens mobilsystem inleds, skjuts på framtiden.

Figur 2. Globala aktiemarknader 1997-2001 (1996-12-30 = 100).



### Ränteutvecklingen

Svenska långa räntor steg något under 2001 medan korta räntor slutade året oförändrade eller något lägre. Avkastningen på den svenska obligationsstocken blev måttliga 2,4 % mätt med Handelsbankens statsobligationsindex (HMNI Government Bond Index), medan obligationer från euroområdet och USA avkastade 5,9 % respektive 5,4 % mätt med JP Morgan Index.

Trenden på räntemarknaden under perioden 1997–2001 var fallande. Den svenska 10-årsräntan låg i början av perioden omkring 7 % för att i slutet av perioden ligga omkring 5 %. Fallande räntor betyder hög avkastning på en obligationsportfölj. Den genomsnittliga avkastningen på den svenska obligationsstocken under perioden 1997–2001 var i genomsnitt 6,2 procent per år.

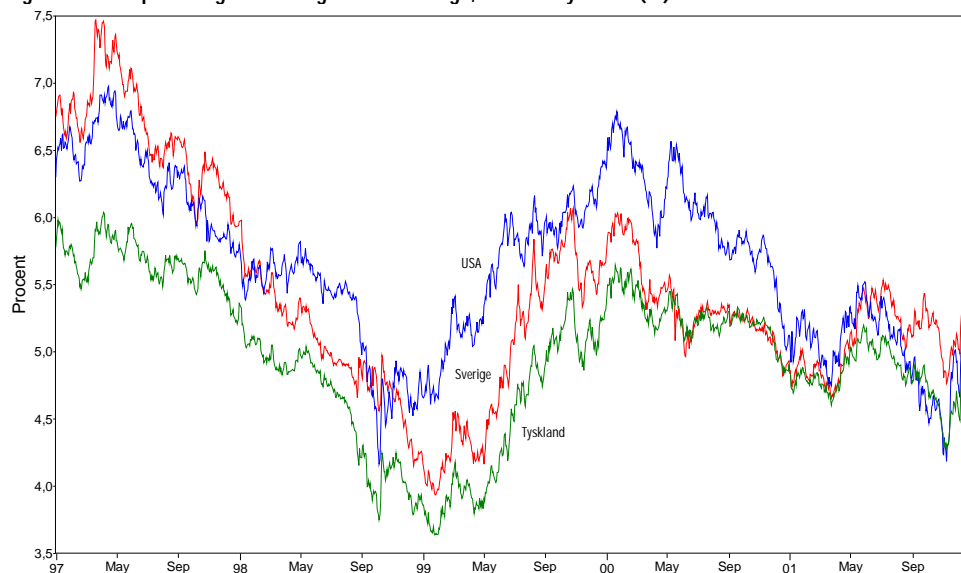
Ökad makroekonomisk stabilitet med lägre inflation och starkare offentliga finanser låg till grund för den fallande räntetrenden under 1990-talet. Asien- och Rysslandskriserna 1997 och 1998 hade stor effekt på de finansiella marknaderna med ytterligare räntefall som följd. Konjunkturuppgången under slutet av 1990-talet ledde till stigande långräntor



under 1999 och inledningen av 2000. Under 2000 dämpades förväntningarna på tillväxten och räntorna föll tillbaka.

Under 2001 har ränteutvecklingen varit relativt volatil. Räntefallet som inleddes i mars 2000 varade ett år. Marknadsräntorna började stiga i mars 2001 på förhoppningar om att konjunkturen skulle vända upp och att botten var nådd på aktiemarknaderna. De negativa konjunktursignalerna skulle dock bli fler och uppgången var endast tillfällig. Osäkerheten på marknaden ökade ytterligare efter terrorattackerna i Förenta staterna i september. Osäkerheten fick investerarna att öka andelen statsobligationer i sina portföljer och de internationella räntorna föll. Den ökade osäkerheten på marknaderna ledde också till att räntedifferensen mellan svenska och tyska statsobligationer steg markant varför svenska obligationsräntor steg samtidigt som tyska och amerikanska räntor föll. Räntepågången i slutet av 2001 var en följd av tydligare signaler om att en konjunkturuppgång var nära förestående i Förenta staterna.

Figur 3. Räntor på tioåriga statsobligationer i Sverige, USA och Tyskland (%).



### Valutautvecklingen

Under 2001 försvagades kronan både mot dollarn och mot euron. Denna utveckling kulminerade i september i samband med terrorattackerna i Förenta staterna. Därefter återhämtades kronan under resten av året.

Kronan har trendmässigt försvagats mot dollarn under perioden 1997–2001. Den starka dollarn är en effekt dels av s.k. flykt till kvalitet under Asien- och Rysslandskrisen 1997 och 1998, dels av det stora inflöde av kapital till investeringar i amerikanska företag, aktier och räntebärande tillgångar. Dollarns styrka blev ännu tydligare i samband med terrorattackerna då dollarn stärktes till följd av den ökade osäkerheten hos investerarna. Mot euron har kronans förändring varit mindre. Kronan är marginellt svagare mot euron i slutet av perioden jämfört med periodens början, medan den försvagats kontinuerligt mot dollarn.

Figur 4. Kronans kurs mot dollarn och euron 1997-2001.

Skr. 2001/02:180



### 3.3 Buffertfondernas samlade resultat

Utöver den av riksdagen beslutade överföringen av 155 miljarder kr till Riksgäldskontoret den 1 januari 2001, minskade det samlade fondkapitalet i buffertfonderna med 13,7 miljarder kr under loppet av året. Det beror på ett negativt marknadsvärderat resultat, dvs. en kapitalavkastning, på -26,0 miljarder kr som delvis kompenseras av ett överskott av pensionsavgifter utöver pensionsbetalningar på 13,2 miljarder kr. Därutöver belastades buffertfonden av kostnaderna för ålderspensionssystemets administration som detta år uppgick till strax under en miljard kr (se tabell 3).

Tabell 3. Det summerade fondkapitalets utveckling 1960-2001, marknadsvärde (miljarder kr).

	2001	2000	1990	1980	1970	1960
Resultat	-26,0	28,1	54,1	10,4	2,0	0,0
Pensionsavgifter	156,8	144,3	77,7	22,2	6,1	0,5
Pensioner	-143,6	-138,8	-77,4	-19,0	-1,2	
Överföring till statbudgeten	-155,0	-45,0				
Administration	-1,0	-1,1	-0,5	-0,2	-0,1	
Tillfört kapital, netto	-142,8	-40,6	0,9	3,0	4,8	0,5
Summa fondkapital	565,2	733,9	407,6	146,7	35,9	0,5

Med ledning av detaljerade uppgifter om pensionsavgifter och pensionsbetalningar är det möjligt att beräkna AP-fondernas samlade kapitalavkastning under året i form av en kapitalvägd avkastning (internränta). Mätt på detta sätt uppgick totalavkastningen under 2000 till -4,4 % (se tabell 4).<sup>10</sup> Samtidigt uppgick inflationen under loppet av året till 2,9 %, mätt med konsumentprisindex, varför buffertfondernas samlade

<sup>10</sup> Den kapitalvägda avkastningen är något bättre än ett vägt genomsnitt av de enskilda fondernas avkastning eftersom buffertfonderna tillfördes 13,2 miljarder kr under loppet av året. Dessa medel har placerats till lägre kurser, en effekt som förstärktes av kursuppgången under sista kvartalet.

reala avkastning blev  $-7,1$  %. Detta är resultatet av den negativa utvecklingen på världens aktiemarknader, samtidigt som Första–Fjärde AP-fondernas förändrade placeringsinriktning innebar en markant ökad aktieexponering under året. Eftersom denna förändring samtidigt innebar kraftigt minskade portföljandelar för räntebärande instrument förmådde en positiv avkastning på obligationer inte kompensera den oförmånliga avkastningen på aktier på det sätt som skedde året innan.

Under den senaste femårsperioden uppgick den genomsnittliga avkastningen, beräknad på likartat sätt, till  $5,7$  % per år.<sup>11</sup> Eftersom den genomsnittliga inflationen under samma period uppgick till  $1,4$  % per år kan den genomsnittliga reala avkastningen under femårsperioden uppskattas till  $4,3$  % per år. Detta är en väsentligt lägre genomsnittlig real avkastning än närmast föregående femårsperiod. Eftersom den sammanlagda portföljen hade en lägre aktieandel under de goda börsåren 1997–1999 har börsfallet 2001 påverkat buffertfonden förhållandevis mer än den tidigare uppgången. Utvecklingen är därför sämre än den skulle ha varit om portföljandelarna varierat mindre, oavsett om aktieandelen varit hög eller låg.<sup>12</sup>

Tabell 4 Resultatsammanställning för alla buffertfonder, dvs. Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna, miljarder kr

	2001	2000	1999	1998	1997	1997- 2001
Nettoflöde	-142,8	-40,4	-75,6	-33,5	-34,5	
Utgående fondkapital	565,2	733,9	746,5	744,9	711,9	
Avkastning, %*	-4,4	4,0	11,2	9,6	9,1	5,7
Real avkastning	-7,1	2,6	9,9	10,3	7,1	4,3

\* Beräknad som kapitalvägd avkastning (internränta) med hänsyn tagen till flöden till och från den aggregerade buffertfonden under respektive år.

### AP-fondernas placeringar

Huvuddelen av AP-fondernas samlade kapital har historiskt varit placerat i nominella räntebärande värdepapper. Vid utgången av 2000 var  $66,5$  % av fondkapitalet placerat i svenska och utländska sådana instrument, medan aktieandelen utgjorde  $22,6$  % av fondkapitalet (se tabell 5). Som en konsekvens av inleveransen av svenska nominella och reala obligationer till Riksgäldskontoret vid inledningen av 2001 ökade aktieandelen till  $28,6$  %. Därefter ökade denna andel ytterligare under loppet av året, som ett resultat av fondernas förändrade placeringsinriktning. Vid årets utgång utgjorde nominella räntebärande instrument  $32,0$  % medan svenska och utländska aktier motsvarade  $57,7$  % av fondkapitalet, inte långt ifrån den omvända relationen i förhållande till årets början. Den

<sup>11</sup> Detta är en korrekt kapitalvägd avkastning över längre tid i den mån fondkapitalet uteslutande påverkats av identifierade nettoflöden och av förvaltningsresultaten.

<sup>12</sup> En schablonmässig kalkyl baserad på ingående och utgående portföljvikter 2001 (tabell 5) indikerar att utgående fondkapital skulle ha varit  $5$  % respektive  $3,5$  % större om ingående alternativt utgående portföljvikter varit oförändrade under hela den senaste femårsperioden. I denna grova kalkyl bortses från valutaeffekter på utländska aktier.

totala buffertfonden är därmed exponerad mot aktiemarknaden i långt högre grad än tidigare. Skr. 2001/02:180

Tabell 5. Placeringar till marknadsvärden i den sammanlagda buffertfonden i slutet av 2001 jämfört med årets inledning, före respektive efter inleveransen av 155 miljarder kr till staten (mdkr).

	2001-12-31		2001-01-01		2000-12-31	
Svenska aktier	116,0	20,5 %	152,0	26,2 %	152,0	20,7 %
Utländska aktier	210,1	37,2 %	13,9	2,4 %	13,9	1,9 %
Svenska räntebärande	103,4	18,3 %	285,3	49,3 %	429,7	58,6 %
Utländska räntebärande	77,7	13,7 %	58,2	10,1 %	58,2	7,9 %
Realränteobligationer	39,8	7,0 %	49,1	8,5 %	59,6	8,1 %
Fastigheter	18,3	3,2 %	20,5	3,5 %	20,5	2,8 %
Summa	565,3	100 %	578,9	100 %	733,9	100 %
Varav utomlands	287,8	50,9 %	72,1	12,5 %	72,1	9,8 %

## 4 Sammanställning av AP-fondernas resultat år 2001

I detta avsnitt görs en sammanställning av de av AP-fonderna redovisade förvaltningsresultaten under detta första år som det nya regelverket varit gällande. Sammanställningen baseras på AP-fondernas årsredovisningar. För Sjätte AP-fonden, som verkat under samma regelverk sedan december 1996, görs även vissa jämförelser bakåt i tiden

### 4.1 Första–Fjärde AP-fonderna

Ett centralt inslag i Första–Fjärde AP-fondernas verksamhet under 2001 var anpassningen till fondernas förändrade placeringsinriktning som därtill företogs mot en bakgrund av instabila marknader. Processen redovisas och utvärderas närmare i avsnitt 5.2.1. En slutsats i samband med denna utvärdering är att vissa oklarheter beträffande jämförelseindex återstår att lösa. I detta avsnitt sammanfattas de av fonderna publicerade jämförelserna.

Sedan de nya placeringsbestämmelserna trätt i kraft den 1 januari 2001 har det skett en betydande konvergens av fondernas placeringsinriktning. Grunderna för fondernas val av placeringsinriktning redovisas kort och utvärderas i avsnitt 5.1. Var och en av Första–Fjärde AP-fonderna har i grunden identiska uppdrag att förvalta diversifierade portföljer av marknadsnoterade och omsättningsbara aktier och obligationer, inhemska såväl som utländska. Därtill har fonderna vissa möjligheter att investera i onoterade fastighetsaktier samt i riskkapitalbolag och fonder som i sin tur investerar i onoterade aktier.

#### 4.1.1 Första AP-fondens resultat

Första AP-fondens resultat 2001 var –7 711 miljoner kr, vilket motsvarar en avkastning före avdrag av kostnader på –5,6 %. Verksamhetens kostnader uppgick till 176 miljoner kr, vilket motsvarar 0,13 % av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital.

Tabell 6. Första AP-fondens redovisade avkastning 2001 (%).

	Hela 2001	Fonden andra halvåret	Index andra halvåret
Svenska aktier	-19,5	-3,0	-2,7
Utländska aktier*	-8,6	-10,1	-10,4
Aktier tillväxtmarknader*	-7,1	-3,7	-4,4
Svenska räntebärande	3,5	3,3	3,4
Utländska räntebärande*	11,2	-0,5	-1,0
Realränteobligationer	5,2	2,8	2,6
Totalt exklusive valutasäkring	-2,3	-	-
Totalt inklusive valutasäkring	-5,6	-1,5	-2,2

\*) Avkastningen på utländska tillgångar redovisas före valutasäkring vilket motsvarar avkastning i lokal valuta.

Första AP-fonden redovisar indexjämförelser enbart för andra halvåret. Under denna korta tid uppvisar fonden en överavkastning på 0,7 procentenheter. Fonden redovisar även en aktiv risk under perioden på 0,7 varför informationskvoten under halvåret blir 1,0 vilket på objektiva grunder

kan betecknas som en hög riskjusterad avkastning. Förvaltningsresultatet under halvåret sägs vara hänförligt till allokeringseffekter och valutaförvaltning. Vid utgången av året hade fonden en tydlig avvikelse i förhållande till normalportföljen innebärande en övervikt i svenska kronor.

#### 4.1.2 Andra AP-fondens resultat

Andra AP-fondens resultat 2001 uppgick till –5 005 miljoner kr, vilket motsvarar en avkastning på –3,7 % efter avdrag av verksamhetens kostnader. Andra AP-fonden rapporterar att anpassningen till den av styrelsen beslutade normalportföljen var genomförd i början av november. Den i tiden utdragna anpassningen till normalportföljens högre aktieandel torde vara den huvudsakliga förklaringen till att fonden överträffar jämförelseindex på total nivå, men inte inom respektive tillgångsslag. Eftersom aktiemarknaderna föll gynnades fonden av en lägre aktieandel än normalportföljens riktmärke. Detta gällde framför allt under tredje kvartalet.

Tabell 7. Andra AP-fondens redovisade avkastning 2001 (%).

	Fonden	Index
Svenska aktier	-15,6	-14,8
Utländska aktier (valutasäkrade)	-6,9	-7,8
Utländska aktier (ej valutasäkrade)	-9,0	-7,3
Svenska räntebärande	3,7	3,8
Utländska räntebärande		
Realränteobligationer		
Totalt	-3,7	-5,4

Fonden har beräknat en aktiv risk i förhållande till jämförelseindex på 1,7 %. Därmed motsvarar överavkastningen på 1,7 procentenheter en riskjusterad avkastning mätt med informationskvot på 1,0 vilket på objektiva grunder kan betecknas som bra.

Verksamhetens kostnader 2001 uppgick till 187 miljoner kr, vilket motsvarar 0,14 % av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital. I fondens kostnader sägs ingå etableringskostnader med cirka 70 miljoner kr.

#### 4.1.3 Tredje AP-fondens resultat

Tredje AP-fondens resultat 2001 var –5 774 miljoner kr, vilket motsvarade en avkastning på –4,2 % efter avdrag av kostnader. Exklusive fastigheter var avkastningen –4,4 %, vilket fonden jämför med ett sammanvägt jämförelseindex som avkastade –4,6 %.

Tredje AP-fonden har fortlöpande under anpassningsprocessen beräknat ett sammanvägt totalindex för hela portföljen, som medger en rättvisande jämförelse såväl löpande under året som för året sammantaget. Tredje AP-fonden rapporterar att förvaltningen detta år bedrevs med lågt risktagande i förhållande till jämförelseindex, mot bakgrund av behovet att genomföra portföljanpassningen samtidigt som marknaderna präglades av stora kursrörelser. Den aktiva risken stannade därför vid 1,0 % varför överavkastningen på 0,2 procentenheter även kan översättas i en

riskjusterad avkastning mätt med informationskvot på 0,2. Ett verksamt bidrag till fondens resultat i förhållande till index är ett gott resultat i förvaltningen av den svenska aktieportföljen. Överavkastningen i denna delportfölj blev 3,4 procentenheter.

Tabell 8. Tredje AP-fondens redovisade avkastning 2001 (%).

	Fonden	Index
Svenska aktier	-11,4	-14,8
Europeiska aktier	-18,1	-16,7
Aktier övriga världen	-14,7	-14,7
Svenska räntebärande	4,6	4,3
Utländska räntebärande		
Realränteobligationer	5,6	5,5
Totalt	-4,4	-4,6

Verksamhetens kostnader 2001 uppgick till 110 miljoner kr vilket motsvarar 0,08 % av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt kapital.

#### 4.1.4 Fjärde AP-fondens resultat

Fjärde AP-fondens resultat 2001 blev –6 913 miljoner kr, vilket motsvarar –5,0 % före avdrag av kostnader. Verksamhetens kostnader uppgick till 175 miljoner kr, vilket motsvarar 0,13 % av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital.

Tabell 9. Fjärde AP-fondens redovisade avkastning 2001 (%).

	Fonden 2001	Index 2001	Fonden andra halvåret	Index andra halvåret
Svenska aktier	-12,7	-14,8	-1,3	-3,1
Utländska aktier*	-10,6	-7,7	-10,6	-10,3
Svenska räntebärande	4,2	5,8	3,6	3,9
Utländska räntebärande				
Realränteobligationer	5,2	5,2	2,5	2,4
Onoterade fastighetsaktier	3,5	-	1,0	-
Totalt	-5,0	-4,5	-2,1	-2,3

\*) Fonden redovisar avkastning på utländska aktier exklusive valutaterminer, dvs. en avkastning i lokal valuta.

Fjärde AP-fonden redovisar avkastning inklusive såväl som exklusive valutaterminer. I tabell 9 återges endast total avkastning inklusive valutaterminer eftersom en rättvisande jämförelse bör avspegla verkliga förhållanden. Fondens indexjämförelse avseende andra halvåret är rättvisande medan jämförelsen avseende första halvåret bygger på förutsättningen att styrelsens beslutade normalportfölj kan utnyttjas som jämförelsenorm från start (se avsnitt 5.2.1).

Fjärde AP-fonden överträffade sitt jämförelseindex med 0,2 procentenheter under andra halvåret. Mot bakgrund av ovanstående kan klara slutsatser inte dras om resultatet på helårsbasis. Bland delportföljer är det dock tydligt att den svenska aktieportföljen utvecklats bättre än sitt jämförelseindex, både under andra halvåret och på helårsbasis.

Fjärde AP-fonden rapporterar en aktiv risk i förhållande till sitt angivna jämförelseindex på 3,5 vilket dock representerar ett genomsnitt för året som helhet.

Sjätte AP-fonden förvaltar både noterade aktier och onoterade aktier inom vad som benämns av fonden som Asset Management respektive Investeringsverksamheten. Sjätte AP-fonden har, till skillnad från övriga buffertfonder, inga begränsningar vad gäller placeringar i onoterade företag bortsett från kravet att de måste vara svenska.

Tabell 10. Sjätte AP-fondens struktur vid utgången av respektive år (miljoner kr)

	2001	2000	1999	1998	1997	Andel 2001
Asset Management	10750	14655	16248	11278	10889	64 %
Investeringsverksamhet	5983	3727	2550	906	375	36 %
Total portfölj	16733	18382	18789	12184	11264	
Övrigt	-5	26	38	-20	38	0 %
Fondkapital	16728	18408	18836	12164	11302	100 %

Andelen onoterade aktier i Sjätte AP-fondens portfölj har fortsatt att öka under 2001. Andelen var 36 % vid utgången av året jämfört med 20 % ett år tidigare. Detta är det sammanlagda resultatet av fortsatta investeringar i onoterade företag, en fortsatt god avkastning på tidigare innehav samt en negativ värdeutveckling inom Asset Management.

Sjätte AP-fondens resultat 2001 var -1 680 miljoner kr, vilket motsvarar en avkastning på -8,0 % före avdrag av kostnader. Detta resultat överträffar med bred marginal jämförelseindex som föll 14,2 % under året. Kostnaderna uppgick till 272 miljoner kr, vilket motsvarar 1,5 % av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital. Huvuddelen av kostnaderna avser Investeringsverksamheten, där styrelsen definierat ett avkastningsmål baserat på antagandet att kostnaderna motsvarar 3 %.

Tabell 11. Sjätte AP-fondens redovisade avkastning (%).

	2001	2000	1997-2001
Asset Management	-13,8	-6,3	9,0
Investeringsverksamhet	11,1	17,0	-
Totalavkastning	-8,0	-1,3	10,6
Jämförelseindex*	-14,2	-11,9	-
Differens	6,2	10,6	-

\* Fonden har inte beräknat ett jämförelseindex för femårsperioden.

### Asset Management

Förvaltningen av Sjätte AP-fondens noterade aktieportfölj är uppdelad på ett antal delpportföljer:

- Basportfölj Aktie- och likviditetsförvaltning
- Aktiva innehav Långsiktiga innehav där fonden agerar som aktiv ägare
- Financial Engineering Arbitrageverksamhet, exempelvis i samband



- Externa fonder                      med offentliga anbud
- Positionstagning                    Förvaltningsuppdrag till utomstående parter
- Kortsiktig handel

Basportföljen utgjorde vid senaste årsskiftet 81 % av Asset Management och de aktiva innehaven ytterligare 8,6 %. Basportföljen avkastade förra året -14,8 %, dvs. något sämre än index, medan avkastningen på aktiva innehav var -4,0 %. Därmed lämnade de aktiva innehaven för andra året i följd ett markant positivt bidrag till det samlade resultatet i förhållande till index inom Asset Management. Externa fonder bidrog negativt eftersom avkastningen var -33,0 %, vilket förklaras av dessa fonders inriktning mot IT. De externa fonderna utgjorde emellertid endast 1,3 % av kapitalet inom Asset Management vid årets inledning.

Tabell 12. Den noterade portföljens resultat 1999-2001 (%).

	2001	2000	1999	1999-2001
Basportfölj	-14,8	-13,5	69,9	7,8
Aktiva innehav	-4,0	49,7	3,6	14,2
Asset Management totalt	-13,8	-6,3	60,4	9,0
SIX RXA exklusive Nokia	-14,2	-11,9	67,4	8,2

Financial Engineering gav ett svagt positivt bidrag på 6,6 miljoner kr under 2001. Beslut har fattats om att avsluta denna verksamhet och portföljen var avvecklad vid årets utgång. Positionstagningen resulterade i en förlust på 10,2 miljoner kr. Enligt den av fonden beslutade strategin skulle portföljen stängas för återstoden av året om förlusten översteg 10 miljoner kr, vilket skedde. Alltjämt aktiva verksamheter vid årets utgång var därför basportfölj, aktiva innehav samt externa fonder.

### *Investeringsverksamheten*

Sjätte AP-fondens förvaltning av onoterade värdepapper är uppdelad på fyra verksamhetsgrenar:

- Buy-Out                              Deltagande i utköpsaffärer alternativt finansiering av större och mer mogna företag
- Technology Ventures            Investeringar i TMT (IT, media och telekom), huvudsakligen indirekt via fonder
- Life Sciences Ventures        Investeringar inom läkemedel, bioteknik och medicinsk teknik
- Industrial Ventures              Investeringar inom övriga branscher

Buy-Out svarade vid senaste årsskifte för den största delportföljen inom Investeringsverksamheten med 42 %, Life Sciences var näst störst med 35 % medan Technology Ventures och Industrial Ventures svarade för 10 % respektive 13 % av Investeringsverksamheten.

Resultatet 2001 uppgick till 503 miljoner kr enligt EVCA:s riktlinjer (European Private Equity & Venture Capital Association).<sup>13</sup> Resultatet har varit positivt under vart och ett av de tre senaste åren. Technology Ventures lämnade ett negativt resultatbidrag 2001, vilket torde avspegla den övergripande marknadsutvecklingen.

Tabell 13. Den onoterade portföljens resultat 1998-2001.

	%*	Miljoner kr			
	2001	2001	2000	1999	1998
Life science	14,0	217	338	59	-
Technology	-23,2	-145	324	312	-14
Industrial	7,5	51	94	-6	-
Buy-Out	22,6	380	-132	139	-8
Totalt	11,1	503	624	504	-22

\*) Sjätte AP-fonden beräknar en procentuell avkastning baserad på periodens genomsnittliga kapital.

Investeringsverksamhetens sammanvägda avkastning uppgick till 11,1 % under året, enligt Sjätte AP-fondens egna beräkningar. Den högre avkastning som återges i avsnitt 5.3 avser en ackumulerad avkastning under femårsperioden 1997–2001.

Genom andelar i fonder och direkt ägande hade fonden vid senaste årskiftet innehav i drygt 350 onoterade företag, varav 64 var direkta investeringar av Sjätte AP-fonden medan resten ägdes indirekt via riskkapitalbolag eller fonder. Sjätte AP-fonden investerade cirka 1,5 miljarder kr i onoterade företag under 2001. Av fondkapitalet på 16,7 miljarder kr 2001 sägs cirka 11 miljarder kr vara investerat eller allokerat kapital för framtida investeringar i onoterade bolag.

### 4.3 Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden är det statliga alternativet inom premiepensionssystemet med särskilt uppdrag att förvalta icke-väljarnas premiepensionsmedel. Det sker genom att icke-väljarna i premiepensionssystemet förs till Sjunde AP-fondens Premiesparfond. Därtill förvaltar Sjunde AP-fonden Premievals-fonden som är ett alternativ tillgängligt bland andra valbara fonder inom premiepensionssystemet. Premievals-fonden är därmed det valbara statliga alternativet inom detta system.

Premiesparfonden tillfördes 16,3 miljarder kr mellan den 2 november och 13 december 2000 samt ytterligare 5,6 miljarder kr i april 2001. Av förstagångsväljarna 2001 avstod 82 % från att välja fond och fick därmed sina premiepensionsmedel placerade i Premiesparfonden. Vid utgången av 2001 hade 1,85 miljoner individer sina premiepensionsmedel i Premiesparfonden som vid detta tillfälle förvaltade 29 % av det totala premiepensionskapitalet. Premiesparfonden är därmed den klart största fonden i premiepensionssystemet.

Premievals-fonden tillfördes cirka 570 miljoner kr genom aktiva val under hösten 2000, med start den 26 september. Under andra kvartalet 2001 tillfördes fonden ytterligare 185 miljoner kr. Vid utgången av året hade drygt 120 000 individer sina premiepensionsmedel placerade i fon-

<sup>13</sup> Dessa riktlinjer innebär i princip att en onoterad aktie värderas till bokfört värde till dess aktien avyttras eller omvärderas till följd av transaktioner på marknaden eller av annan uppenbar anledning.

den som därmed förvaltade 1 % av det totala premiepensionskapitalet. Detta gjorde Premievalsfonden till den 15:e största fonden i premiepensionssystemet.

Skr. 2001/02:180

Tabell 14. Premiesparfondens och Premievalsfondens avkastning, procent

	2001	Del av 2000*
Premiesparfonden	-10,6	-7,4
Jämförelseindex	-10,6	-6,7
Premievalsfonden	-12,5	-8,0
Jämförelseindex	-12,1	-7,6

\*) Premiesparfondens förvaltning inleddes den 2 november 2000 medan Premievalsfonden startade den 26 september samma år, dvs. något tidigare.

Fonderna har något olika placeringsinriktning och därför olika resultat. Under 2000 förvaltades dessutom Premievalsfonden under något längre tid.

#### 4.4 Avvecklingsfonderna

Avvecklingsfonderna förvaltar de noterade värdepapper i vilka Första–Fjärde AP-fonderna inte får placera enligt nuvarande placeringsregler. Förvaltningen sker avskilt från övriga tillgångar inom Första respektive Fjärde AP-fonderna. Verksamheten bedrivs med stöd av lagen (2000:194) om införande av ny lagstiftning för allmänna pensionsfonder.

I Första AP-fondens avvecklingsfond förvaltas fordringsrätter som inte är utgivna för allmän omsättning. Till denna avvecklingsfond har också förts Första AP-fondens innehav av aktier i Första AP-fonden Renting AB. Resultatet under 2001 blev 1 238 miljoner kr. Fondkapitalet minskade under året från 22 675 miljoner kr till 18 281 miljoner kr som ett resultat av att fonden kunde överföra 5 632 miljoner kr till Första–Fjärde AP-fonderna i lika delar.

Tabell 15. Avvecklingsfonderna 2001 (miljoner kr).

	Första AP-fondens avvecklingsfond	Fjärde AP-fonden, Särskilda förvaltningen
Ingående fondkapital	22 675	1 921
Överföringar	-5 632	-213
Årets resultat	1 238	-136
Utgående fondkapital	18 281	1 572

Fjärde AP-fondens avvecklingsfond förvaltar noterade aktier och liknande instrument som inte avser fastighetsbolag eller riskkapitalbolag, vilka omfattas av undantag och därmed är tillåtna placeringar för Första–Fjärde AP-fonderna. Resultatet under 2001 blev –136 miljoner kr. Fondkapitalet minskade under året från 1 921 miljoner kr till 1 572 miljoner kr. Fjärde AP-fondens avvecklingsfond kunde under året överföra 213 miljoner kr till Första–Fjärde AP-fonderna i lika delar.

I följande avsnitt presenteras regeringens bedömning av AP-fondernas mål, som de kommit till uttryck i form av styrelsernas val av strategisk placeringsinriktning, s.k. normalportföljer, och i någon mån som de uttryckts i avkastningsmål. Utvärderingen av normalportföljer görs mot bakgrund av i lag och förarbeten givna riktlinjer. Därtill utvärderas Första–Fjärde AP-fondernas portföljanpassning till de nya strategiska portföljerna under loppet av året samt Sjätte AP-fondens förvaltningsresultat 1997–2001. De övriga fonderna har verkat under alltför kort tid för att en djupare utvärdering av avkastningen skall vara meningsfull. Det har inte heller ansetts meningsfullt att jämföra Första AP-fonden med de tidigare första–tredje fondstyrelserna, Tredje AP-fonden med den tidigare femte fondstyrelsen eller Fjärde AP-fonden med den tidigare fjärde fondstyrelsen. Verksamhetens förutsättningar och fondernas organisationer har förändrats i alltför hög grad för att jämförbarhet skall råda. Därtill kommer att den nystartade Andra AP-fonden helt saknar tidigare historik. Även Sjunde AP-fonden har bedrivit verksamhet alltför kort tid för att en utvärdering av förvaltningsresultaten skall vara meningsfull denna gång. Liksom tidigare år har regeringen utnyttjat extern expertis i samband med utvärderingen, detta år Wassum Investment Consulting som har utfört uppdraget i samarbete med Bacon & Woodrow.

### 5.1 Utvärdering av AP-fondernas mål

Första–Fjärde samt Sjunde AP-fonderna skall utforma de närmare målen för verksamheten på grundval av en analys av pensionssystemets åtgående. AP-fondernas roll som långsiktig finansiär av pensionssystemet motiverar ett visst risktagande för att erhålla en tillräckligt hög förväntad avkastning. Dock skall, som en övergripande princip, AP-fonderna förvaltas till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Den totala risknivån i fonderna skall vara låg, varvid risk och avkastning skall tolkas i termer av utgående pensioner. Det har dessutom uttalats att fonderna i placeringsverksamheten bör sträva efter att vara neutrala mellan olika generationer (prop. 1999/2000:46 s. 79).

Buffertfondernas tillgångar ingår i kalkylen av det s.k. balanstalet och spelar därmed en direkt roll för den automatiska balanseringsmekanismen. Uppgiften kan beskrivas som att undvika att den automatiska balanseringen aktiveras, men inte i en snävt kortsiktig mening (prop. 1999/2000:46 s. 79). Ett alltför lågt risktagande kan innebära att den långsiktiga avkastningen blir sämre och att sannolikheten för att balanseringsmekanismen aktiveras ökar på sikt. Ett alltför högt risktagande kan å andra sidan leda till en kortsiktigt negativ utveckling som drabbar äldre generationer oproportionerligt. I denna komplicerade avvägning mellan olika generationers intressen bör AP-fonderna sträva efter neutralitet. Ett sätt att hantera detta kan vara att försöka kvantifiera risken för att balanseringen skall aktiveras och att undvika stora förändringar av denna uppskattade sannolikhet över tiden.

Fonderna har beaktat pensionssystemets åtagande vid utformning av operationella mål i form av normalportföljer genom att utnyttja ALM-studier (Asset Liability Modelling). Ett par frågeställningar bör aktualiseras i detta sammanhang.

AP-fonderna representerar en betydande kapitalmassa, som pensionsfonder betraktade, även i ett internationellt perspektiv. AP-fonderna sammantagna utgör Europas näst största pensionsfond efter holländska ABP.<sup>14</sup> Det är knappast önskvärt att en sådan mängd statliga medel på en övergripande nivå förvaltas passivt i förhållande till aktie-, obligations- och valutamarknaderna. Enligt förarbetena skall fonderna ta hänsyn till miljö och etik i placeringsverksamheten utan att avkall görs på det övergripande målet om hög avkastning. Därtill skall fondernas styrelser årligen fastställa en verksamhetsplan, innefattande en ägarpolicy. I dessa avseenden innehåller lagstiftningen tydliga krav på aktiva ställningstaganden från styrelsernas sida. Dessutom skall allokeringen av tillgångar ske efter en analys av pensionssystemets åtagande, vilket också ställer krav på aktivt beslutsfattande.

Ett förvaltningsuppdrag definieras i det generella fallet av ett antal komponenter. För det första görs en avgränsning av tillåtna placeringar i form av ett s.k. investeringsuniversum. För det andra specificeras jämförelseindex, exempelvis i form av en normalportfölj, som i förväg definierar formerna för den framtida utvärderingen av förvaltningsresultatet.<sup>15</sup> För det tredje fastställs de yttre gränserna för avvikelser från detta jämförelseindex i form av s.k. limiter. Medan en passivt förvaltd indexfond har obetydligt eller inget utrymme att avvika från sitt jämförelseindex har en aktivt förvaltd fond ett visst utrymme att förändra portföljens sammansättning i förhållande till detta index, vilket ger upphov till risktagande relativt index i form av s.k. aktiva positioner.

Fördelen med en sådan ordning är att uppdraget blir tydligt för alla parter och möjligt att utvärdera i kvantitativa termer. Det blir även möjligt att följa verksamheten löpande och utöva riskkontroll, varvid resultat och risker definieras med utgångspunkt i jämförelseindex. Nackdelen med denna ordning är att konsekvensen kan bli ett alltför litet risktagande i förhållande till index och därmed ett alltför stort mått av passiv förvaltning totalt sett. Om en betydande andel av det samlade börsvärdet förvaltas passivt uppstår en brist på korrigerande mekanismer och risken ökar för att börsens värdering skall avvika mer varaktigt från en fundamentalt motiverad värdering. Om alltför många följer marknaderna uppstår en brist på aktiva förvaltare som grundar sitt agerande på fundamental analys, varvid risken för felprissättningar ökar med negativa återverkningar på investeringsbeslut och resursallokering. Ett konkret exempel på ett sådant förlopp torde vara IT-bubblan från sommaren 1999 till mars 2000.

Mycket talar sålunda för att även de uppdrag som definieras av AP-fondernas styrelser bör utformas i enlighet med grundläggande branschprinciper, dvs. i form av investeringsuniversum, jämförelseindex och limiter i förhållande till dessa index. För att minska risken för ett totalt

<sup>14</sup> ASPIRE International Pensions 2001.

<sup>15</sup> Investeringsuniversum och jämförelseindex kan även sammanfalla, vilket utesluter placeringar som inte ingår i index.

sett alltför stort mått av passivitet i förhållande till marknaderna bör det vara angeläget att de av styrelserna definierade uppdragen, i form av normalportföljer, är väl övervägda med utgångspunkt i pensionssystemets åtagande. Det är t.ex. styrelsernas beslut om strategisk placeringsinriktning som i allt väsentligt avgör hur mycket kapital som vid varje tillfälle slussas in i aktiemarknaderna. AP-fonderna har långsiktiga uppdrag och behöver inte konkurrera om kapital på öppna marknaden. Förutsättningarna för ett förhållandevis självständigt agerande i förhållande till marknaderna torde därmed vara goda. Jämförelser med privata förvaltare, eller med andra AP-fonder, bör inte överdrivas. Regeringen har varit tydlig med att förvaltningsresultaten skall utvärderas utifrån styrelsernas mål och att utvärderingen skall avse längre tidsperioder. Motiv att utforma portföljerna med hänsyn till rådande consensus på marknaden eller jämförbara förvaltare på det privata området torde därmed saknas.

Särskilt viktiga frågeställningar för regeringens utvärdering är, för det första, vilka antaganden beträffande de olika tillgångsslagens avkastning och risk som fonderna lagt till grund för sina ALM-studier och därmed för utformningen av normalportföljer. Om processen inleds med consensusantaganden ökar risken för att resultatet skall bli consensusportföljer i meningen portföljer vars utformning tar marknadernas genomsnittliga bedömningar för gott och därför inte tillför marknaderna någon ny information. Om förvaltningen därefter arbetar med små avvikelser från sina respektive normalportföljer blir konsekvensen en låg grad av självständighet i förhållande till marknaderna. Frågor som kan aktualiseras i detta sammanhang är om perspektivet bör vara tillbakablickande genom att utgå från historisk avkastning, eller framåtblickande genom att inkludera ett aktivt ställningstagande beträffande marknadernas övergripande värdering och därmed utsikter.

En andra viktig frågeställning är definitionen av mål och restriktioner på grundval av en tolkning av pensionssystemets åtagande och AP-fondernas roll. Det är klarlagt att avkastning och risk skall tolkas i termer av utgående pensioner. Därför bör pensionssystemets mål och givna riktlinjer i anslutning till detta ligga till grund för fondernas utformning av avkastningsmål med beaktande av risk. Riktlinjerna är emellertid allmänt hållna och kan omsättas i den praktiska verksamheten på olika sätt.

En tredje viktig frågeställning är valet av metodik för att översätta antaganden om tillgångsslagens förväntade avkastning och risk, samt tolkningen av mål och restriktioner, till ett beslutsunderlag som ger en sammanvägd bedömning av avkastning och risk i ett bredare perspektiv. Hjälpmedel och rådgivning i denna process tillhandahålls av konsulter. Ett problem i sammanhanget är att dessa hjälpmedel och råd kan vara svåra att värdera kritiskt, eftersom perspektivet avviker från den löpande förvaltningen och det huvudsakligen taktiska perspektiv som normalt präglar förvaltningsarbetet. Ett exempel på detta är det flitiga bruket av statistiska s.k. sannolikhetsfördelningar som utgör en viktig förutsättning för ALM-studier men spelar en långt mer tillbakadragen roll i samband med normal förvaltning.<sup>16</sup>

<sup>16</sup> Exempel på sannolikhetsfördelningar är normalfördelningen, eller den i dessa sammanhang vanligt förekommande s.k. lognormala fördelningen, som utgör grund för att kvantifiera sannolikheten för olika utfall. Om inte den utnyttjade sannolikhetsfördelningen

**Regeringens bedömning:** Första–Fjärde AP-fonderna skall utforma mål i form av strategisk placeringsinriktning efter en analys av pensionsystemets åtagande. Det underlag som finns att tillgå för sådana analyser, i form av långfristiga demografiska prognoser och medelfristiga ekonomiska bedömningar, har inte tagits fram med syfte att tillgodose detta specifika behov. Erfarenheten har visat att detta kan försvåra en långsiktig bedömning av pensionssystemets skuldsida. Regeringen avser att hålla frågan om fondernas beslutsunderlag och den därmed sammanhängande risken för att fondernas mål påverkas av andra överväganden än pensionssystemets åtagande under uppsikt.

**Wassums utvärdering:** Resultaten av fondernas ALM-studier är mycket känsliga för de demografiska och ekonomiska antaganden som utgör grund för Riksförsäkringsverkets (RFV) framskrivningar av pensionsystemets utveckling. Dessa framskrivningar tillgodoser ett allmänt behov och beaktar inte AP-fondernas önskemål om konsistens över tiden. AP-fonderna anser att det inte bör vara deras ansvar att utföra demografiska och ekonomiska långfristiga bedömningar. Wassum anser att AP-fonderna och RFV bör samarbeta närmare än hittills för att enas om förutsättningarna för AP-fondernas strategiarbete.

Varje AP-fond har tenderat att lägga en förhållandevis stor vikt vid placeringar på hemmamarknaden (*home bias*), vilket kan ifrågasättas mot bakgrund av den svenska aktiemarknadens relativa storlek i ett globalt perspektiv. Det kan ifrågasättas om förväntningar rörande möjligheterna att skapa överavkastning är rätt skäl att justera upp andelen svenska aktier.

AP-fondernas mål definieras av varje fond separat, vilket innebär att det inte sker någon samordning i förhållande till det totala åtagandet. Det finns därmed en teoretisk risk att de olika fondernas beslut tar ut varandra och att summan av alla beslut resulterar i en mindre ändamålsenligt utformad total portfölj. Förväntat gynnsamma effekter av separat utformade mål, dvs. tendensen till diversifiering mellan fonderna, motverkas av att alla fonder utnyttjar samma källa för uppgifter om pensionssystemets åtagande, som därtill utgör den viktigaste faktorn för målens utformning. Risken att AP-fonderna skall närma sig varandra är uppenbar. Utan ett tydligt åtagande kan konkurrensen leda fram till en consensuslösning fonderna emellan (vilket troligen inte ligger i pensionsystemets intresse).

AP-fonderna bör vara medvetna om de begränsningar och inbyggda fel som utmärker varje modellansats. Även om det är ett rimligt antagande att sannolikheten för att aktier skall avkasta mer än obligationer ökar med tidshorisonten, är det fortfarande möjligt att aktier utvecklas sämre även på lång sikt, om än med låg sannolikhet. Sannolikheten för att aktier avkastar sämre än obligationer minskar med längre tidshorisont medan förlustpotentialen ökar. Det senare bekräftas av priset på säljoptioner avseende aktier över olika tidshorisonter.

**Skälen för regeringens bedömning:** De långsiktiga demografiska prognoser från SCB och medelfristiga ekonomiska prognoser från Konjunkturinstitutet (KI) som utgör grund för RFV:s framskrivningar av pensionssystemet har visat sig ha mycket stor betydelse för AP-fondernas arbete att formulera strategisk placeringsinriktning. Fonderna behöver t.ex. information om avgiftstillgångens och pensionsskuldens förväntade utveckling, och risker omkring denna förväntan, för att närmare kunna analysera buffertfondernas roll. Underlaget har inte tagits fram för att tillgodose AP-fondernas specifika behov, utan tillgodoser ett allmänt behov av prognoser. AP-fondernas behov av långsiktig analys aktualiserar ett möjligt behov av framskrivningar av pensionssystemet som inte varierar alltför mycket från år till år, beroende på ändringar i förutsättningarna av mer kortsiktig natur. AP-fondernas upplevda behov accentueras förmodligen av att dessa sammantagna motsvarar endast en mindre andel av pensionssystemets tillgångar, jämfört med avgiftstillgången som motsvarar den huvudsakliga andelen. Ekonomiska och demografiska antaganden som direkt påverkar relationen mellan avgiftstillgången och pensionsskulden får därför, av naturliga skäl, avgörande betydelse för pensionssystemets förväntade utveckling som det beskrivs av balanstalet. Det kan mot den bakgrunden bli så att förändrade antaganden från SCB eller KI väger tyngre än de olika scenarier för kapitalmarknadernas utveckling som AP-fonderna arbetar med. Om förutsättningarna ändras för mycket från år till år kan det bli svårt att urskilja AP-fondernas långsiktiga roll. Detta i sin tur riskerar att minska värdet av de ALM-studier som ligger till grund för AP-fondernas strategiska mål, vilket är olyckligt eftersom målen skall formuleras med utgångspunkt i pensionssystemets åtagande. Någon alternativ utgångspunkt finns inte. Risken är, som Wassum påpekar, att osäkerhet om åtagandet leder till att fonderna alltmer börjar likna varandra. Ju mer hänsynstaganden till övriga AP-fonder kommer in i bilden, desto mer ökar risken för att pensionssystemets åtagande skall hamna i bakgrunden och att den totala buffertfondens inriktning skall komma att avvika från vad som är lämpligt utifrån detta åtagande. Denna fråga bör hållas under återkommande uppsikt, exempelvis i samband med kommande års utvärderingar. Preliminära kontakter har redan tagits mellan några AP-fonder och RFV i syfte att inleda en dialog om förutsättningarna för långsiktiga analyser, vilket måste ses som positivt.

Beträffande Första–Fjärde samt Sjunde AP-fondernas avkastningsmål kan det anses som rimligt om limiter, och därmed målen beträffande överavkastning, är relativt återhållsamma i början mot bakgrund av ändrade förutsättningar. I synnerhet Andra och Sjunde AP-fonderna är nya som organisationer betraktade. Det torde vara klokt att utforma limiter, dvs. utrymmet att bedriva aktiv förvaltning, på ett sådant sätt att de kan utökas över tiden, om förvaltningsresultaten motiverar detta, snarare än tvärtom. Det senare, dvs. beslut att reducera limiter efter en period av svaga resultat, medför inte sällan ett behov att realisera förluster.



**Regeringens bedömning:** Första AP-fondens strategiska placeringsinriktning förefaller rimligt väl övervägd. Det kan emellertid ifrågasättas om inslaget av likviditet i normalportföljen står i full överensstämmelse med uppdraget.

**Wassums utvärdering:** Första AP-fonden lade stor vikt vid kvalitativ analys och koncentrerade sig på de viktigaste mekanismerna, i synnerhet avseende skuldsidan. En god förståelse av dessa är avgörande. Första AP-fonden är ensam om att diversifiera modellrisken genom att ombesörja två oberoende studier.

**Skälen för regeringens bedömning:** Till grund för Första AP-fondens mål ligger två oberoende studier genomförda av två externa parter. Den ena analyserar problemet att bevara fondens storlek under olika scenarier för kapitalmarknadernas utveckling. Den andra undersöker balanstalet under ett antal simulerade marknadsscenarier och kan därmed anses stå i bättre överensstämmelse med fondens uppdrag. Det förväntade balanstalet ställdes mot den femte percentilen, dvs. det balanstal som överträffas med 95 % sannolikhet och som underskrids med 5 % sannolikhet, givet en viss sannolikhetsfördelning.<sup>17</sup> Det senare måttet blir då ett mått på risk.

Tabell 16. Avkastningsantaganden för svenska obligationer och aktier (%).

	Studie A		Studie B	
	Förväntad avkastning	Premie	Förväntad Avkastning	Premie
Inflation	1,5		2,0	
Obligationer	5,5	4,0	5,0	3,0
Aktier	9,0	3,5	9,4	4,4

Tabell 16 beskriver exempel på avkastningsantaganden som utnyttjats av Första AP-fonden. Dessa antaganden härrör i huvudsak från de externa leverantörerna. Som framgår är de inte lika, vilket Första AP-fonden inte heller prioriterat. Obligationer antas ge en real avkastning på 4,0 % respektive 3,0 % och för aktier antas en riskpremie, utöver obligationer, på 3,5 % respektive 4,4 %. Den lägre antagna riskpremien för aktier hindrade inte den första studien från att rekommendera något högre aktieandelar, vilket därmed bör vara ett resultat av analysens uppläggning. Inom ramen för den senare studien analyseras även alternativa scenarier, i huvudsak kopplade till olika antaganden beträffande inflationsutvecklingen. Det faktum att den senare studien i högre grad baserat analysen på de specifika omständigheter som kännetecknar pensions-systemet torde innebära att de rekommenderade portföljerna i något mindre grad har påverkats av konsensusbedömningar, dvs. marknadens genomsnittliga uppfattning om hur en långsiktig portfölj bör struktureras. Styrelsen har emellertid baserat sin bedömning på båda studierna. En

<sup>17</sup> En percentil betecknar en hundradel av sannolikhetsmassan. Därför beskriver den femte percentilen det utfall som underskrids med 5 % sannolikhet och överträffas i alla övriga fall, dvs. med 95 % sannolikhet. Det mest sannolika utfallet beskrivs av den 50:e percentilen, dvs. medianen. Till grund för dessa beräkningar ligger en antagen sannolikhetsfördelning vars överensstämmelse med verkliga förhållanden avgör hur rättvisande de uppskattade sannolikheterna är.

faktor som påverkat det slutliga ställningstagandet är förhållandet att de aggregerade buffertfonderna motsvarar cirka 10 % av den totala pensionsskulden, vilket antagits tala för en högre aktieandel för att på så sätt uppnå förväntade långsiktiga fördelar. Den av styrelsen beslutade portföljen återges i tabell 17.

Tabell 17. Första AP-fondens normalportfölj

	Portföljandel	Index
Svenska aktier	12 %	MSCI
Utländska aktier	45 %	MSCI
Svenska obligationer	10 %	Lehman Brothers
Utländska obligationer	20 %	Lehman Brothers
Realränteobligationer	8 %	Lehman Brothers
Fastigheter	3 %	-
Kassa	2 %	T/N Stibor/Libor
Summa	100 %	Sammanvägt index

Normalportföljens aktieandel är 57 %. Inklusivt onoterade fastighetsaktier blir aktieandelen 60 %. Alla tillgångar fyller en funktion i en långsiktig portfölj av AP-fondernas typ, utom kassan. Likviditet utmärks av hög risk på lång sikt, när kapitalet skall omplaceras till okända framtida räntor. Denna risk har emellertid ingen motsvarighet i någon riskpremie, varför ekonomiska argument saknas för att bära denna risk i en långsiktig portfölj av andra än taktiska skäl. Första AP-fonden, liksom övriga AP-fonder, har stora positioner i valutaterminer till följd av behovet att i betydande grad valutasäkra innehavet av utländska värdepapper.<sup>18</sup> Dessa valutaterminer ger upphov till frekventa resultateffekter, i den mån kronans värde förändras påtagligt mellan tidpunkterna för avslut och likvid, vilket kan motivera en kassa från tid till annan. Det är emellertid inte självklart att en sådan kassa varaktigt skall preciseras till sin storlek eller byggas in i fondernas strategi eftersom behovet bl.a. varierar med kronans utveckling. Första AP-fonden har, liksom alla fonder, incitament att hantera tillgångsslagen så effektivt som möjligt eftersom resultatpåverkan inte kan undgå. De starkaste incitamenten att minimera kassan av andra än kortsiktigt taktiska skäl torde emellertid föreligga om denna ligger utanför jämförelseindex, som brukligt är för vanliga aktiefonder. Dessutom tillförsäkras att jämförelseindex inte innehåller några svaga punkter som lätt låter sig överträffas. Det återstår även för Första AP-fonden att förtydliga referensindex för fastigheter.

Det av styrelsen definierade avkastningsmålet är att överträffa jämförelseindex med 0,5 % per år, efter avdrag för kostnader, dvs. med totalt sett 2,5 % över en femårsperiod. Målet för riskjusterad avkastning är att informationskvoten skall överstiga 0,3 över rullande femårsperioder, med en övre gräns för den aktiva risken i förhållande till referensportföljen på 3 %.

<sup>18</sup> Under 2001 fick högst 15 % av fondkapitalet utsättas för valutarisk medan 65 % av Första AP-fondens tillgångar var utländska, enligt normalportföljen (se tabell 17).

**Regeringens bedömning:** Andra AP-fonden har, under betydande tidspress, byggt upp en förvaltningsorganisation från grunden. Styrelsen har även definierat en strategisk placeringsinriktning under loppet av året. Detta mål förefaller rimligt väl övervägt, givet den situation fonden befann sig i vid beslutstillfället. Inslaget av statsskuldväxlar i normalportföljen är emellertid svårt att motivera utifrån pensionssystemets åtagande.

**Wassums utvärdering:** Den analys som utförts inom Andra AP-fonden fångar de huvudsakliga aspekterna av pensionssystemet men hade vissa begränsningar. Wassum bedömer att Andra AP-fonden är medveten om de flesta av dem. Begränsningarna är troligen ett resultat av tidsbrist.

**Skälen för regeringens bedömning:** Den analys som ligger till grund för Andra AP-fondens beslutade mål beskriver fondstyrka och balanstal över tiden, givet ett antal modellportföljer och ett antal scenarier för marknadernas utveckling. Fondstyrkan (den aggregerade buffertfonden i relation till pensionsbetalningar) kanske inte är ett primärt mål för pensionssystemet, i synnerhet inte på riktigt lång sikt. Målet är att pensionsrätter och utbetalade pensioner skall räknas upp med inkomstindex, inte att buffertfonden skall ha en viss storlek. Balanstalets utveckling, däremot, är centralt vid en bedömning av pensionssystemets åtagande. Balanstalet beskrivs av 50:e percentilen, dvs. medianen eller det mest sannolika balanstalet, samt av femte percentilen, dvs. det balanstal som underskrids med 5 % sannolikhet. Därutöver beräknas sannolikheten för att balanstalet skall understiga 1,0 och, därmed, risken för att balansenringen skall aktiveras. Vissa simuleringar sträcker sig nära 100 år fram i tiden.

Styrelsen har fattat ett aktivt beslut att den risk som skall prioriteras är risken att portföljen utvecklas dåligt när systemet utsätts för påfrestningar. Aktiva ställningstaganden som detta, angående definitionen av risk, torde ligga väl i linje med AP-fondernas uppdrag.

Tabell 18. Avkastningsantaganden för svenska obligationer och aktier (%).

	Förväntad avkastning	Premie
Inflation	2,1	
Obligationer	4,85	2,75
Aktier	8,7	3,85

De prognoser avseende avkastning och risk som legat till grund för analysen har hämtats in från svenska och utländska banker. Bedömningarna är således consensusprognoser. Den reala avkastningen på obligationer uppskattas till 2,75 % per år, vilket understiger avkastningen på realränteobligationer. Riskpremien på aktier uppskattas till 3,85 %. Riskpremien för utländska aktier antas vara lägre, men till avsevärt lägre risk, vilket bidragit till en högre andel utländska aktier. Detta motverkas emellertid av att styrelsen, i likhet med andra styrelser, justerat upp andelen svenska aktier.

Normalportföljens aktieandel är 60 % och mäts huvudsakligen mot vedertagna jämförelseindex. Tre fjärdedelar av den utländska aktieportföljen avser valutasäkrade aktier, återstoden utgör icke valutasäkrade

aktier. Det torde kunna betecknas som anmärkningsvärt att sammansättningen av Handelsbankens olika ränteindex valts på ett sådant sätt att 23 % utgörs av statsskuldväxlar. En sådan andel av ränteindex motsvarar 9,2 % av Andra AP-fondens totala portfölj. Som tidigare påpekats kan det ifrågasättas om kortfristiga placeringar som dessa över huvud taget utgör ett naturligt inslag i normalportföljen för en långsiktig investerare. Enligt uppgift från Andra AP-fonden var inslaget av likviditet i normalportföljen en tillfällig lösning som motiverades av portföljanpassningen 2001.

Tabell 19. Andra AP-fondens normalportfölj

	Portföljandel	Index
Svenska aktier	20 %	SIX RX
Utländska aktier	40 %	MSCI World
Svenska obligationer	40 %	HMNI ränteindex*
Utländska obligationer		
Realränteobligationer		
Fastigheter	-	-
Summa	100 %	Sammanvägt totalindex

\*) Handelsbanken Markets Nordic Index sammanvägt, 45 % statsobligationsindex, 23 % statsskuldväxlar, 12 % bostadsobligationer, 15 % realränteobligationer samt 5 % företagsobligationer.

Det av styrelsen definierade avkastningsmålet är en överavkastning relativt referensindex på 0,5 % per år på lång sikt, vilket definieras som cirka 10 år. Som framgått lägger regeringen tonvikten vid femårsperioder i sin utvärdering av AP-fondernas verksamhet. Över en sådan period innebär Andra AP-fondens mål en överavkastning med 2,5 % totalt. Målet för riskjusterad avkastning, mätt som informationskvot, är 0,25 eller bättre.

#### 5.1.4 Tredje AP-fondens mål

**Regeringens bedömning:** Tredje AP-fonden har på ett ambitiöst sätt relaterat fondens strategiska placeringsinriktning till pensionssystemets åtagande. Målet torde därmed stå friare i förhållande till rådande konsensus i form av genomsnittliga marknadsuppfattningar och förefaller väl övervägt.

**Wassums utvärdering:** Tredje AP-fonden har utvecklat den mest sofistikerade ALM-processen. Det är ingen tvekan om att fonden är väl försedd med intern expertis. Den analys som Wassum, och fondens styrelse, tagit del av är i grund och botten kvantitativt driven. Processen att bestämma den optimala portföljen är, enligt Wassum, så komplicerad att den kan försvåra kommunikationen med mindre initierade styrelseledamöter.

**Grunden för regeringens bedömning:** Tredje AP-fonden har lagt ett omfattande analysarbete till grund för beslutet om normalportfölj. Detta analysarbete har i stor utsträckning bedrivits i egen regi, vilket bör ha gett Tredje AP-fonden mycket goda inblickar i pensionssystemets känslighet för olika typer av störningar på längre sikt.

Analyserna baseras på ett mycket stort antal simuleringar av tillgångslagens avkastning och inkomstindex utveckling som, tillsammans med utifrån givna demografiska scenarier, belyser bl.a. balanstalets utveckling på längre sikt. Den förväntade utvecklingen beskrivs av den 50:e percen-

tilen, dvs. balanstalets median, medan risken beskrivs av den femte percentilen, dvs. det balanstal som underskrids med 5 % sannolikhet. Det förekommer även riskbedömningar baserade på den första percentilen, dvs. det balanstal som underskrids med 1 % sannolikhet. Tredje AP-fonden har även definierat begreppet bromsförlust, som är ett mått på den ackumulerade förlust i termer av utgående pensioner som orsakats av balanseringen t.o.m. ett visst år. Analyserna inkluderar även studier av pensionssystemet över tiden, som direkt tar sikte på önskemålet att AP-fonderna i sin placeringsverksamhet skall sträva efter neutralitet mellan generationer.

Det råder knappast någon tvekan om att inriktningen av Tredje AP-fondens analysarbete fångar viktiga aspekter av pensionssystemets åtagande och att fonden analyserat olika slags risker på ett utförligt sätt. Tredje AP-fonden är ensam om att genomföra något som liknar stress-tester, genom att studera händelser som har lägre sannolikhet, enligt modellens antaganden, än 5 %.<sup>19</sup>

Fonden har genomfört analysen i flera steg. Hösten 2000 gjordes den studie som låg till grund för normalportföljen 2001. Denna uppdaterades hösten 2001 med nya avkastningsantaganden och nya förutsättningar från RFV i form av en pensionsframskrivning baserad på då aktuella prognoser från SCB och KI (senare publicerad i RFV Analyserar 2002:2). Det är betecknande att Tredje AP-fonden haft kapacitet att beakta detta nya underlag, dels i form av tillgänglig analyskapacitet, dels i form av ett kvarstående utrymme att höja portföljens aktieandel.

Tabell 20. Avkastningsantaganden för svenska obligationer och aktier (%).

	Scenario 1		Scenario 2		Scenario 3	
	Förväntad avkastning	Premie	Förväntad avkastning	Premie	Förväntad avkastning	Premie
Inflation	2,0		2,0		2,3	
Obligationer	5,5	3,5	5,75	3,75	5,3	3,0
Aktier	8,9	3,4	9,75	4,0	9,45	4,15

Tredje AP-fonden arbetar med flera scenarier för förväntad avkastning, varav de flesta hämtats från marknaden. Ett scenario har emellertid tagits fram inom fonden. De viktigaste scenarierna avseende svenska aktier och obligationer hösten 2001 återges i tabell 20. Den reala avkastningen på obligationer antas variera mellan 3 % och 3,75 % medan riskpremien på aktier antas variera mellan 3,4 % och 4,15 %. Ytterligare scenarier har testats för att belysa känsligheten för olika antaganden rörande kapitalavkastning.

Efter beslutet att höja aktieandelen 2002 utgör denna 54,5 % av Tredje AP-fondens normalportfölj. Nominella obligationer utgör 30 % av normalportföljen, vilket kan tyckas tangera lagens krav på minst 30 % räntebärande instrument med låg kredit- och likviditetsrisk. Till det kan läggas realränteobligationer som utgör 7,5 % av normalportföljen. Tredje AP-fonden värderar fastighetsinnehavet inklusive fastighetsbolagets lån, vilket ger en renodlad fastighetsexponering exklusive finansiell hävstång.

<sup>19</sup> Behovet att genomföra stresstester, dvs. analysera händelser som är extrema ur modellens perspektiv, har bl.a. samband med att finansiella marknader erfarenhetsmässigt uppvisar "tjocka svansar" i förhållande till normalfördelningen och varianter av denna. Detta implicerar en risk för att modellerna skall underskatta den reella sannolikheten för negativa utfall.

Denna exponering kan därför utvärderas med ett fastighetsindex snarare än borsindex. Skr. 2001/02:180

Tabell 21. Tredje AP-fondens normalportfölj 2002.

	Portföljandel	Index
Svenska aktier	16 %	SIX RX
Utländska aktier	38,5 %	FTSE
Svenska obligationer	13,5 %	Merrill Lynch/HMNI Mortgage Bond
Utländska obligationer	16,5 %	Merrill Lynch
Realränteobligationer	7,5 %	Merrill Lynch
Fastigheter	8 %	Svenskt fastighetsindex
Summa	100 %	Sammanvägt index

Enligt styrelsens avkastningsmål skall jämförelseindex långsiktigt överträffas med 0,4 % per år, eller med 2,0 % över en rullande femårsperiod. Målet för riskjusterad avkastning, mätt med informationskvot, är 0,2.

### 5.1.5 Fjärde AP-fondens mål

**Regeringens bedömning:** Fjärde AP-fondens strategiska placeringsinriktning baseras på analyser som utnyttjar vedertagen metodik och förefaller mot den bakgrunden rimligt väl övervägd.

**Wassums utvärdering:** Analysen av risk är kvalitativt sund och metoden ren och enkel. Wassum bedömer att analysen bör förfinas genom att undersöka effekten av de studerade portföljerna på utgående pensioner, med en större tonvikt på skuldsidan och på känslighetsanalyser. Wassum säger sig emellertid inse att mervärdet kan vara begränsat om de demografiska och ekonomiska prognoserna fluktuerar för mycket, vilket ger stöd för den av fonden valda ansatsen.

**Skälen för regeringens bedömning:** Fjärde AP-fonden baserar valet av normalportfölj på analyser av förväntad avkastning i förhållande till inkomstindex och i någon mån på förväntad fondstyrka 2040. Fonden anför bl.a. att buffertfondens andel av den totala pensionskulden (cirka 10 %) minskar risken för att balanseringen skall aktiveras enbart beroende på svag fondutveckling. Från fondens sida framförs också som en risk att portföljstrategin blir för försiktig på kort sikt, på bekostnad av utsikterna till god avkastning på längre sikt.

Fonden beaktar inte balanstalets utveckling över tiden, av ovan nämnda skäl. I stället undersöks risken att fondens avkastning skall understiga inkomstindex och därmed lämna ett negativt bidrag till balanstalet, allt annat lika. Fjärde AP-fonden definierar ett avkastningskrav på 3 % utöver inkomstindex, motsvarande 5 % real avkastning, för att buffertfonderna med viss marginal skall överleva till 2040 när påfrestningarna på pensionssystemet förväntas kulminera. Analyserna baseras på RFV:s basscenario, dvs. inte något av de scenarier som varierar dessa påfrestningar. Fjärde AP-fonden väljer ett antal kandidatportföljer på basis av en ettårig horisont, vilket torde tillförsäkra att den slutligt valda portföljen utgör en effektiv kombination av förväntad avkastning



och risk även på kort sikt. De olika kandidatportföljerna utvärderas vid en horisont 10 år fram i tiden. Skr. 2001/02:180

Tabell 22. Avkastningsantaganden för svenska obligationer och aktier (%).

	Förväntad avkastning	Premie
Inflation	2,0	
Obligationer	5,75*	3,75
Aktier	8,0	2,25

\*) Fjärde AP-fonden har inget specifikt antagande för svenska obligationer, utan likställer dessa med valutasäkrade utländska obligationer.

Fjärde AP-fonden har gjort vissa egna förändringar av konsultens förslag beträffande förväntad avkastning. Därmed har man introducerat ett mått av aktivt ställningstagande till analysens förutsättningar. Den reala avkastningen på obligationer uppskattas till 3,75 % medan förväntningarna rörande riskpremien på svenska aktier är måttliga 2,25 %. Riskpremien för utländska akter antas vara 2,0 %, dvs. något lägre. Trots att fondens grundläggande antaganden förefaller signalera viss försiktighet beträffande aktiemarknadens utsikter och trots att portföljerna utvärderas utifrån en förhållandevis kort tioårig horisont levererar analysen en rekommenderad aktieandel vid maximala 70 %. Detta torde återspegla flera omständigheter, bl.a. fondens definition av risk i form av sannolikheten att buffertfonderna påverkar balanstalet allt annat lika genom en alltför låg kapitalavkastning i förhållande till inkomstindex. Det kan även vara så att fondens begränsade förväntningar på aktiemarknadens förmåga att leverera avkastning utöver obligationer bidragit till en ökad aktieallokering för att fondens avkastningskrav skall tillgodoses. En sådan relation mellan förväntade avkastning på aktier och den av modellen rekommenderade aktieandelen indikerar att aktiernas högre volatilitet inte utgjort en bindande restriktion och därför inte påverkat analysen i denna del. Slutsatsen skulle kunna beläggas ytterligare med hjälp av känslighetsanalyser och stresstester.

Styrelsen önskade behålla ett handlingsutrymme i förhållande till den av lagen föreskrivna gränsen på minst 30 % räntebärande tillgångar med låg kredit- och likviditetsrisk och bestämde därför normalportföljens sammansättning enligt tabell 23. Under 2001 innehöll normalportföljen även 5 % realränteobligationer och en i motsvarande grad reducerad andel nominella obligationer.

Tabell 23. Fjärde AP-fondens normalportfölj 2002.

	Portföljandel	Index
Svenska aktier	22,5 %	SIX RX
Utländska aktier	40 %	MSCI World
Svenska obligationer	} 37,5 %	HMNI Bond/Merrill Lynch Gov. Bond
Utländska obligationer		
Realränteobligationer	-	HMNI Index Linked Bond
Fastigheter	-	-
Summa	100 %	Sammanvägt index

Fjärde AP-fondens avkastningsmål är att överträffa jämförelseindex på total nivå med 0,75 % per år över en tvåårsperiod, dvs. 1,5 % totalt. Målet för aktiv risk, mätt som informationskvot, är 0,2. Under 2001 formulerades ett temporärt mål att överträffa Första–Tredje AP-fonderna.

**Regeringens bedömning:** Sjätte AP-fondens förvaltning omfattar både noterade och onoterade svenska aktier. Avkastningsmålet för onoterade aktier förefaller väl avvägt, medan avkastningsmålen för den noterade portföljen och för fonden totalt alltså är relativt lågt satta.

**Regeringens skrivelse för år 2000:** Regeringen såg positivt på att fonden under det gångna året skärpt målet för den noterade aktieportföljen, från att motsvara till att överträffa börsindex. Det återstod emellertid att specificera ett kvantitativt mål för vilken överavkastning som eftersträvades.

**Skälen för regeringens bedömning:** Sjätte AP-fondens regelverk har inte förändrats och styrelsen har inte haft någon sådan anledning att formulera annorlunda mål än tidigare. Däremot har Sjätte AP-fonden efter 2001 ackumulerat en femårig historik, vilket möjliggör en mer fullständig utvärdering av förvaltningsresultaten. Detta motiverar en förnyad granskning av de mål som ligger till grund för utvärderingen.

När målen kommenterades mer utförligt i skrivelsen för 1999 var Sjätte AP-fonden alltså under uppbyggnad. Fonden hade från och med detta år renodlat verksamheten till att avse placeringar i aktier. Inslaget av onoterade aktier var emellertid alltså förhållandevis begränsat vid strax under 14 %. Två år senare är fonden en väl etablerad aktör på riskkapitalmarknaden.

Målet för de onoterade innehaven, en absolut avkastning på minst 16 % före kostnader, förefaller väl avvägt. I botten ligger ett nominellt avkastningskrav på noterade aktier vid 9 %, vilket i dagens läge motsvarar en riskpremie utöver statsobligationer på 3,5 % eller något mindre. Därtill förutsätts kostnaderna i förvaltningen kunna begränsas till 3 % per år, vilket i så fall lämnar en extra riskpremie för onoterade aktier på 4 %. Eftersom det fulla värdet av en placering i onoterade aktier realiserar först på längre sikt, och med full visshet först när aktierna i fråga börsnoteras eller avyttras på annat sätt (*exit*), är ett absolut avkastningsmål rimligt.

Målet för den noterade aktieportföljen är oförändrat, dvs. att överträffa SIX avkastningsindex exklusive Nokia som fonden är förhindrad att placera i. Regeringens bedömning kvarstår. Genom att inte specificera någon önskad marginal utöver jämförelseindex, för att täcka förvaltningens kostnader och kompensera för aktiva risker, kan målet alltså betecknas som förhållandevis lågt. I synnerhet mot bakgrund av att Sjätte AP-fonden arbetat med relativt höga aktiva risker, vilket bör motsvaras av en kompensation i form av en högre förväntad avkastning.

Verksamheten vid Sjätte AP-fonden har utvecklats ytterligare, vilket även kan föranleda en förnyad utvärdering av fondens totala mål, som sammanfaller med målet för den noterade aktieportföljen. Även här saknas en preciserad marginal till jämförelseindex som kompensation för förvaltningskostnader och aktiva risker. Beträffande den totala fonden tillkommer att sammansättningen ändrats påtagligt sedan 1999. Andelen onoterade aktier har ökat från 14 % till 36 % varför det förefaller något märkligt att målet för den totala fonden inte ändrats. Som framgått ovan förutsätter målet för onoterade aktier en extra riskpremie, utöver risk-



premien på noterade aktier. Denna extra riskpremie avspeglas inte i fondens totala mål, som därmed torde bli lättare att nå över längre perioder när värdet i de onoterade innehaven tenderar att realiseras. Ett mål för den totala fonden som överstiger målet för den noterade aktieportföljen förefaller därför rimligt.

### 5.1.7 Sjunde AP-fondens mål

**Regeringens bedömning:** Sjunde AP-fondens strategiska placeringsinriktning förefaller väl övervägd. Dock torde man från principiella utgångspunkter kunna ifrågasätta lämpligheten av att utnyttja den genomsnittligt valda fonden som utgångspunkt för att bygga en långsiktig portfölj.

**Skälen för regeringens bedömning:** Sjunde AP-fonden verkar inom premiepensionssystemet och har därmed ett annat uppdrag än buffertfonderna inom fördelningssystemet. De medel som förvaltas av Sjunde AP-fonden kan i princip kopplas till individuella pensionssparare, även om medlen formellt sett är statliga. Risker kan på ett tydligt sätt relateras till fondernas värde, i första hand vid pensionstillfället och i andra hand vid den förmodligen senare tidpunkt när individen väljer att omvandla premiepensionsmedlen till en årlig annuitet. Därmed bärs risken i fonderna av samma individer som drar fördel av fondernas avkastning.

Till grund för Sjunde AP-fondens mål ligger ett antal analyser av förväntad avkastning under en period, respektive förväntat framtida portföljvärde efter perioden. Mot önskemål om hög förväntad avkastning absolut eller relativt någon jämförelsenorm, respektive högt förväntat portföljvärde, ställs ett antal riskmått. Exempel på sådana riskmått är avkastningens standardavvikelse över perioden, sannolikheten att avkastningen sjunker under någon viss nivå eller den framtida portföljens femte percentil. Det sistnämnda riskmålet beskriver, som tidigare påpekats, det portföljvärde som underskrids med 5 % sannolikhet. Dessutom studeras några olika placeringshorisonter, oftast 17 eller 22 år fram i tiden. Den första horisonten avser en med betalningar av pensionsavgifter vägd genomsnittlig investeringsperiod. Den längre horisonten avser återstående tid till pension för genomsnittsindividen, som antagits vara 42 år gammal.

Ett centralt inslag i analyserna är jämförelser av möjliga portföljer för Sjunde AP-fondens del med ett vägt genomsnitt av samtliga fonder i premiepensionssystemet, där fonderna vägts med placerade belopp. Det innebär att de aktiva fondväljarna påverkat Sjunde AP-fondens val av jämförelsenorm och därmed risknivå. Det finns en risk att dessa val i betydande utsträckning influerats av historisk avkastning. Alternativt har individer som haft nära till pension varit beredda att acceptera en högre risk med dessa medel eftersom premiepensionen i dessa fall representerade en mycket liten andel av den samlade statliga inkomstpensionen. I den mån den första förklaringen är korrekt har historisk avkastning även påverkat Sjunde AP-fondens placeringsinriktning, vilket i så fall inte torde utgöra den bästa utgångspunkten för att bygga en långsiktig portfölj.

Fondens analysmetodik lämpar sig väl för att jämföra olika portföljförslag mot varandra. Risknivån är i huvudsak förutbestämd genom valet av jämförelsenorm. Om metodiken är mer eller mindre lämpad för att bedöma absoluta risker blir därmed mindre betydelsefullt.

**Tabell 24. Avkastningsantaganden för svenska obligationer och aktier (%).**

	Förväntad avkastning	Premie
Inflation	1,9	
Obligationer*	5,65	3,75
Aktier	9,1	3,45

\*) Inkluderar 50 % bostadsobligationer.

Grundläggande avkastningsantaganden återges i tabell 24, vad gäller svenska instrument. Den reala avkastningen på obligationer förväntas vara 3,75 % per år, och riskpremien på aktier uppskattas till 3,45 %. För utländska aktier antas en väsentligt lägre riskpremie på 2,75 %, men också en lägre risk än svenska aktier.

Som ett resultat av analyserna beslutade styrelsen om de normalportföljer som återges i tabell 25 och som är gällande fr.o.m. andra halvåret 2002. Under 2001 och första halvåret 2002 ingick inte onoterade aktier och hedgefonder i normalportföljerna. För Premiesparfondens del motsvarades detta av en i motsvarande grad högre andel svenska aktier. I Premievals-fonden var andelen svenska aktier fem procentenheter högre, andelen utländska aktier fyra procentenheter högre och andelen realränteobligationer en procentenhet lägre.

**Tabell 25. Sjunde AP-fondens normalportföljer fr.o.m. andra halvåret 2002.**

	Premiesparfonden	Premievals-fonden	Index
Svenska aktier	17 %	20 %	SIX RXA
Utländska aktier	65 %	68 %	FTSE
Onoterade aktier	4 %	8 %	FTSE +2,5 %
Realränteobligationer	9 %	3 %	OMRX Real
Hedgefonder	4 %	-	STIBOR O/N +2,5 %
Kassa	1 %	1 %	STIBOR O/N
Summa	100 %	100 %	Sammanvägt index

I de av styrelsen under 2002 beslutade normalportföljerna är aktieandelen i Premiesparfonden och Premievals-fonden 86 % respektive 96 %. Aktieandelen i den senare fonden har regeringen ingen anledning att lägga synpunkter på. Lagen ställer inget krav på låg risk och medel placeras i fonden efter aktiva val. För Premiesparfonden däremot gäller ett krav på låg risk som torde ha sin grund i att fonden förvaltar ickeväljarnas premiepensionsmedel. Även Premiesparfondens inriktning har emellertid beslutats efter jämförelser med genomsnittet av aktiva fondval och den risknivå som följer av dessa val. Dock kan två kommentarer tillfogas. För det första motsvarar premiepensionen under överskådlig tid en mindre andel av individens samlade pensionsrätt, vilket minskar risken från individens synpunkt. Enligt uppgift från Sjunde AP-fonden kan den som pensioneras 2010 förväntas erhålla 5 % av sin statliga pension i form av premiepension. Denna andel förväntas stiga till 30 % 2040 men de motsvarande pensionsavgifterna återstår i allt väsentligt att betala in. För det andra har Sjunde AP-fondens styrelse under 2002 beslutat att diversifiera båda fonderna ytterligare genom att inkludera s.k. alternativa investeringar i form av onoterade aktier och hedgefonder. Detta ytter-

ligare inslag av diversifiering torde bidra till att dämpa Premiesparfondens volatilitet något. Skr. 2001/02:180

Inslaget av kassa i normalportföljen motiverar en ytterligare kommentar. Detta tillgångsslag är, som tidigare påpekats, inte ett naturligt inslag i normalportföljen för en långsiktig investerare. För Sjunde AP-fonden gäller dock speciella förutsättningar eftersom insättningar och uttag kan äga rum dagligen. Vid uttag kräver dessutom PPM likvid snabbare än medel kan frigöras genom försäljning av värdepapper på normala villkor. En mindre kassa kan därför vara motiverad under förutsättning att den beloppsmässigt står i rimlig relation till de flöden som förekommer mer frekvent.

De av styrelsen definierade avkastningsmålen för Premievals-fonden respektive Premiesparfonden är att avkastningen, under en löpande femårsperiod, minst motsvarar genomsnittet respektive den övre kvartilen för samtliga fonder som deltar i premiepensionssystemet. För Premiesparfonden gäller dessutom målet att fondens risk skall vara lägre än genomsnittet för samtliga fonder. Dessa mål är således uttryckligen konkurrenzbaserade (*peer group benchmarks*), och är därmed exponerade för risken att genomsnittsfonden inte är en optimal jämförelsenorm för premiepensionsspararna.

## 5.2 Utvärdering av Första–Fjärde AP-fondernas anpassning till nya mål

I detta avsnitt utvärderas Första–Fjärde AP-fondernas anpassning under 2001 till de av styrelserna beslutade målen i form av strategisk placeringsinriktning. Dessa mål avvek markant från de initiala portföljer fonderna erhöll vid årets inledning. Regeringens utvärdering av fondernas interna processer baseras på underlag från Wassum Investment Consulting. Underlag för regeringens bedömning av AP-fondernas eventuella marknadspåverkan har utarbetats inom Regeringskansliet.

### 5.2.1 Utvärdering av fondernas interna processer

**Regeringens bedömning:** Oklarhet om förvaltningsresultaten bör undvikas, i synnerhet på längre sikt. Därför torde det vara lämpligt att de AP-fonder som ännu inte gjort detta presenterar jämförelseindex i efterhand, baserade på dokumenterade styrelsebeslut rörande portföljens sammansättning inklusive valutaexponering, även avseende första halvåret 2001.

**Wassums utvärdering:** Portföljshiftet under 2001 är det största som ägt rum på de svenska marknaderna. Ansvar för timing är en del av ansvaret för beslut om strategi och dess genomförande.

Första AP-fonden anlät en extern *transition manager* och två externa förvaltare av utländska aktier. En plan för portföljens omstrukturering beslutades av styrelsen. Ett jämförelseindex baserat på denna plan beräknades i början av året men arbetet fullföljdes inte. Första AP-fonden rapporterar i efterhand trots det avkastningen för ett jämförelseindex baserat på styrelsens planläggning. Detta ger emellertid en sämre avkast-

ning än normalportföljen från årets början, vilket är svårtolkat. Wassum har inte heller kunnat bekräfta kalkylerna.

Andra AP-fonden utnyttjar den initiala portföljen som benchmark under årets fyra första månader och byter därefter till den strategiska portföljen fr.o.m. maj månad, när styrelsen fattar beslut om normalportfölj på grundval av en ALM-studie. Det kan enligt Wassum vara klokt att undersöka effekten av att utnyttja den initiala portföljen som jämförelseindex hela första halvåret.

Tredje AP-fonden har beräknat avkastningen för ett i förväg beslutat jämförelseindex, med portföljvikter som förändrades enligt plan. Organisationen hade därmed tydliga mål att arbeta mot även under anpassningsprocessen.

Fjärde AP-fonden redovisar avkastningen för ett benchmark som avspeglar styrelsens plan (*transition benchmark*) exklusive valutasäkring av utländska aktier, vilket adderar ett valutaresultat till avkastningen mätt i lokal valuta. En mer korrekt beräkning av detta jämförelseindex skulle inkludera faktisk grad av valutasäkring under första halvåret.

**Skälen för regeringens bedömning:** Jämförelseindex första halvåret 2001 bör utgöras av antingen den initiala portföljen, eftersom denna entydigt ägdes av varje fond vid årets inledning, eller ett jämförelseindex baserat på styrelsebeslut rörande takten i omstruktureringen från den initiala portföljen till den strategiska portföljen (*transition benchmark*). Det är knappast lämpligt att utnyttja normalportföljen som jämförelsenorm från årets början eftersom ingen av fonderna rimligen kunnat placera i enlighet med denna utan en föregående anpassningsperiod. Samtliga styrelser har beslutat tillämpa normalportföljen som jämförelsenorm från halvårsskiftet eller tidigare, varför det inte torde finnas skäl att överväga en mer utdragen anpassningsperiod än så. Jämförelseindex bör inkludera en rimlig grad av valutasäkring, som även den är förenlig med styrelsebeslut.

Det kan sägas strida mot vedertagna principer för utvärdering av förvaltningsresultat att definiera jämförelseindex i efterhand. En alternativ ståndpunkt kan formuleras på grundval av regeringens behov att utvärdera förvaltningen, i synnerhet över längre perioder. Denna alternativa ståndpunkt stärks av att regeringen förbehållit sig rätten att själv välja riktmärken för utvärdering om de riktmärken fonderna fastställt bedöms uppenbart olämpliga (prop. 1999/2000:46 s. 114). Det bör mot den bakgrunden vara att föredra om fonderna själva vinnlägger sig om att formulera ändamålsenliga jämförelseindex.

Ett sätt att lösa problemet praktiskt kan vara att beräkna avkastningen, inklusive rimlig grad av valutasäkring, för såväl den initiala portföljen som den strategiska portföljen från årets början. Dessa avkastningsserier kan sedan vägas ihop över tiden i en takt som avspeglar föregående styrelsebeslut och som är förenlig med en rimlig anpassningsprocess, dvs. som bortser från taktiskt betingade avvikelser från anpassningsbanan. Sådana jämförelseindex som här åsyftas bör publiceras i nästa årsredovisning, i samband med redovisning av resultaten över en tvåårsperiod.

Till skillnad från övriga AP-fonder inledde Första AP-fonden verksamheten med en övervikt av utländska obligationer. Styrelsen beslutade om en plan för omstruktureringen fram till första veckan i juli. I ett första skede, efter en testperiod, skulle övervikten av utländska obligationer bytas mot utländska aktier. Därefter var planen att finansiera ytterligare köp av utländska aktier med försäljningar av svenska aktier. Detta uppdrag lade Första AP-fonden ut till en extern *transition manager*. De utländska aktierna förvaltades passivt (dvs. indexnära) av externa förvaltare.

Tabell 26. Första AP-fondens portfölj i början och i slutet av 2001 (mdkr).

	31 december	1 januari	Differens
Svenska aktier	15,8	32,9	-17,1
Utländska aktier	60,4	3,4	57,0
Svenska räntebärande*	17,7	23,3	-5,6
Utländska räntebärande	22,7	58,2	-35,5
Realränteobligationer	10,2	12,1	-1,9
Fastigheter	4,0	4,1	-0,1
Summa	130,8	134,0	-3,2
Varav utomlands	83,1	61,6	21,5

\*) Inklusive kassa

Första AP-fonden beräknar jämförelseindex med 95 % valutasäkring under första halvåret, vilket torde medföra en förhållandevis bättre utveckling för portföljen som hade en lägre grad av valutasäkring än dessa index. En tillkommande omständighet är att det av Första AP-fonden beräknade anpassningsindex (*transition benchmark*) ger en sämre avkastning under första halvåret än normalportföljen under samma tid och med samma grad av valutasäkring. Detta är ett svårtolkat resultat mot bakgrund av att börserna föll under första halvåret och mot bakgrund av normalportföljens högre aktieandel. Det är därför tveksamt om detta jämförelseindex är lämpligt att använda i nuvarande form vid framtida utvärderingar.

### Andra AP-fonden

Andra AP-fondens styrelse hade inte beslutat om normalportföljens sammansättning i början av 2001. Den ALM-studie som låg till grund för beslutet påbörjades under januari. Styrelsen fattade beslut om strategisk placeringsinriktning den 9 maj och på nytt den 25 juni. Under våren förvaltades 75 % av den svenska aktieportföljen aktivt och resten av den initiala portföljen passivt av externa förvaltare. En av dessa utnämndes till *transition manager*. Den 1 februari beslutade styrelsen att aktieandelen skulle ökas med 20 miljarder kr inom sex månader.

Första–Fjärde AP-fonderna utvärderar förvaltningsresultaten mot den strategiska portföljen från halvårsskiftet, utom Andra AP-fonden som utnyttjar normalportföljen som jämförelsenorm med början två månader tidigare. Under årets fyra första månader utnyttjar styrelsen den initiala portföljen för utvärdering. Mot detta finns inget att anmärka, så länge effekterna av valutasäkring mätts på rätt sätt. Däremot kan det, som Wassum påpekar, vara klokt att undersöka konsekvenserna av att sena-

relägga utvärderingen mot normalportföljen till halvårsskiftet. Den fråga som behöver ett klarläggande är om det är realistiskt att byta jämförelseindex, från den initiala portföljen till normalportföljen, vid ett tillfälle. Det kan vara rimligt att i det sammanhanget beakta i vilken mån resultatjämförelsen påverkats negativt, från Andra AP-fondens perspektiv, av att utnyttja den initiala portföljen under årets fyra första månader, mot bakgrund av styrelsens beslut den 1 februari att öka aktieexponeringen.

Tabell 27. Andra AP-fondens portfölj i början och i slutet av 2001 (mdkr).

	31 december	1 januari	Differens
Svenska aktier	26,2	32,9	-6,7
Utländska aktier	53,8	3,4	50,4
Svenska räntebärande*	35,8	84,2	-48,4
Utländska räntebärande	3,6	0	3,6
Realränteobligationer	10,0	9,8	0,2
Fastigheter	4,1	3,7	0,4
Summa	133,5	134,0	-0,5
Varav utomlands	57,4	3,4	54,0

\*) Inklusive kassa

### Tredje AP-fonden

Styrelsen fattade under första halvåret kvartalsvisa beslut om anpassningsprocessen under det följande kvartalet innebärande i förväg definierade portföljvikter som ändrades två gånger månatligen under januari och februari samt månatligen under perioden mars–juni. Enligt styrelsens ursprungliga plan skulle rätt aktieandel uppnås under årets två första månader, rätt regionala vikter inom aktieportföljen under första kvartalet samt rätt övergripande struktur av räntebärande portföljer och fastigheter i slutet av året. Marknadsförhållandena medgav emellertid en tidigareläggning av processen och anpassningen var i sina huvuddrag avslutad vid halvårsskiftet.

Tredje AP-fonden har fortlöpande beräknat ett jämförelseindex på grundval av styrelsens beslut rörande anpassningsprocessen (*transition benchmark*). Därmed har organisationen haft tydliga resultatmål att arbeta mot även under anpassningsprocessen. Tabell 28 baseras på redovisningsinformation. Vid utvärdering lägger Tredje AP-fonden tillbaka upplåningen i AP-fastigheter, vilket ger en större bruttoexponering mot fastigheter än tabellen indikerar.

Tabell 28. Tredje AP-fondens portfölj i början och i slutet av 2001 (mdkr).

	31 december	1 januari	Differens
Svenska aktier	23,8	33,0	-9,2
Utländska aktier	44,6	3,5	41,1
Svenska räntebärande*	23,2	84,8	-61,6
Utländska räntebärande	27,8	0	27,8
Realränteobligationer	9,5	9,0	0,5
Fastigheter	3,8	3,7	0,1
Summa	132,7	134,0	-1,3
Varav utomlands	72,4	3,5	68,9

\*) Inklusive kassa

Den plan för portföljanpassningen som beslutades av Fjärde AP-fondens styrelse förutsåg i princip kontinuerliga byten av svenska räntebärande tillgångar mot utländska räntebärande tillgångar och aktier från februari till november. I slutet av den planerade anpassningsperioden förutsågs även vissa byten av svenska aktier mot utländska aktier. Avvikelse från planen tilläts, men styrelsen beslutade om vissa minimikrav. Oberoende av marknadsförhållanden skulle minst två miljarder kr per månad investeras i utländska aktier och minst en miljard kr per månad investeras i utländska obligationer, med början under februari. Den beslutade normalportföljen var emellertid till stora delar uppnådd redan vid halvårsskiftet.

Tabell 29. Fjärde AP-fondens portfölj i början och i slutet av 2001 (mdkr).

	31 december	1 januari	Differens
Svenska aktier	31,9	32,9	-1,0
Utländska aktier	51,3	3,6	47,7
Svenska räntebärande*	21,0	85,6	-64,6
Utländska räntebärande	23,6	0	23,6
Realränteobligationer	0	8,2	-8,2
Fastigheter	3,8	3,7	0,1
Summa	131,6	134,0	-2,4
Varav utomlands	74,9	3,6	71,3

\*) Inklusiv kassa

Det faktum att Fjärde AP-fonden genomförde anpassningsprocessen på kortare tid, och därmed bytte räntebärande tillgångar mot utländska aktier snabbare än avsett, har bidragit till att fonden utvecklats sämre än offentliggjorda jämförelseindex. Till detta har även ränteportföljens relativt svaga utveckling i förhållande till sitt jämförelseindex bidragit, till följd av denna portföljs initialt skeva sammansättning, liksom aktieurläget i den utländska aktieportföljen.

Det finns inte skäl att ifrågasätta valet av styrelsernas strategiska placeringsinriktning, dvs. normalportföljen, som jämförelseindex under andra halvåret. Ingen av Första–Fjärde AP-fonderna har valt någon annan jämförelsenorm under denna period. Det som bör klargöras är avkastningen för ett rättvisande jämförelseindex, inklusive valutasäkring, under första halvåret. De jämförelseindex som Fjärde AP-fonden tagit fram exkluderar valutasäkring av utländska aktier under första halvåret och indikerar därmed en bättre utveckling än de skulle ha gjort med en realistisk grad av valutasäkring, eftersom kronan föll. Den strategiska portföljen ger inte en rättvisande utvärdering eftersom denna innehåller en större aktieandel i början av året. Ett anpassningsindex (transition benchmark) inklusive valutasäkring skulle, som Wassum påpekar, vara en lämpligare jämförelsenorm.

**Regeringens bedömning:** Första–Fjärde AP-fondernas transaktioner påverkade kronan under 2001, men i begränsad omfattning och av delvis andra orsaker än portföljanpassningen till nya mål. Det visar sig att utvecklingen på aktiemarknaderna och på valutamarknaden i stort var av större betydelse för att förklara kronans utveckling under året.

**Skälen för regeringens bedömning:** AP-fondernas potentiella marknadspåverkan har analyserats inom regeringskansliet (se bilaga 8). Analyserna grundas på uppgifter om AP-fondernas köp och försäljning av svenska kronor på daglig basis samt på uppgifter om aktiemarknadernas och valutamarknadens utveckling. Det visar sig att de alternativa förklaringarna betyder mer än AP-fondernas transaktioner för att förklara kronans kortsiktiga utveckling.

Syftet med analyserna har varit att förklara kronans utveckling detta år med hjälp av kvantitativa analysmetoder och att i det sammanhanget försöka isolera effekterna av AP-fondernas portföljanpassning. En viktig aspekt har varit förmodade effekter av börsnedgången utomlands på behovet att reducera omfattningen av redan existerande valutasäkring avseende portföljer som har ett stort inslag av sådan valutasäkring. Detta berör sannolikt AP-fonderna och svenska försäkringsbolag i första hand. Valutasäkring av en utländsk aktieportfölj innefattar försäljning av utländsk valuta mot kronor, dvs. köp av kronor på termin (vid en framtida tidpunkt). Av det följer att en reduktion av graden av valutasäkring innebär motsatsen, dvs. försäljning av kronor. Ett sådant behov att reducera graden av valutasäkring, och därigenom ett behov att sälja kronor, kan uppstå om fallande utländska aktiemarknader reducerar värdet av de portföljer som valutasäkringen avser. Värdet av aktieportföljer påverkas kontinuerligt av marknadsutvecklingen. En motsvarande förändring av värdet av försold valuta på termin förutsätter emellertid transaktioner. Preliminära kalkyler indikerar att AP-fonderna och de svenska försäkringsbolagen bör ha haft ungefär samma underliggande behov att sälja kronor under 2001 till följd av den negativa börsutvecklingen utomlands.

En utgångspunkt för den kvantitativa analysen har därför varit att sambandet mellan kronans kortsiktiga utveckling och börsutvecklingen utomlands i första hand avspeglar den ovan beskrivna mekanismen. I andra hand borde skillnader mellan börsutvecklingen i Sverige och utomlands avspegla marknadens bedömning av den svenska ekonomiska utvecklingen. Den svenska börsutvecklingen kan även förenas med sedvanliga flödesargument, dvs. hypotesen att kronan försvagas när aktier med stor andel utländskt ägande faller på marknaden. Vid sidan av dessa effekter borde kronans utveckling påverkas av förändringar i de stora valutorna. När den amerikanska dollarn stärks eller försvagas har detta erfarenhetsmässigt återverkningar på mindre valutor som kronan. Slutligen har det antagits att det finns ett samband mellan kronan och graden av riskaversion på marknaden. Om marknadsförhållandena är turbulenta sker ibland en s.k. flykt till säkerhet, vilket i detta sammanhang skulle innebära försäljning av kronor till förmån för någon av de stora valutorna.



I tabell 30 redovisas ett resultat av den kvantitativa analysen. En alternativ modell redovisas i bilaga 8. Kronans utveckling mot euro (EURSEK) förklaras här av den amerikanska dollarns utveckling mot euro (EURUSD), världsindex (MSCI World), ett index för Stockholmsbörsen (AFGX), ett mått på riskaversion (SPVOL) samt AP-fondernas transaktioner i miljarder kr (APMDR). Måttet på riskaversion är den s.k. implicita volatiliteten på optioner avseende ett amerikanskt börsindex (S&P 500). Alla variabler är transformerade på ett sådant sätt att de har medelvärde noll och standardavvikelse ett. Därmed kan man direkt dra slutsatser om variablernas inbördes betydelse för att förklara utvecklingen i den beroende variabeln, som i detta fall är kronans utveckling mot euro (EURSEK).

Tabell 30. Faktorer som förklarar kronans utveckling mot euro (EURSEK) under 2001 (229 observationer).

Variabel	Koefficient	Standardfel	t-värde	Signifikans
EURUSD	0,16049	0,056873	2,822	0,0052
MSCI World	-0,22845	0,082219	2,779	0,0059
AFGX	-0,22781	0,082243	2,770	0,0061
SPVOL(-1)	0,17106	0,056222	3,043	0,0026
APMDR	-0,10604	0,057626	1,840	0,0671

$R^2 = 0,313$ ;  $F(5,224)=20,456$  (0,0000);  $DW=1,88$

Det framgår av tabellen att världsindex och Stockholmsbörsen hade lika stor betydelse för att förklara kronans utveckling under 2001. När börserna steg så tenderade euron att försvagas mot kronan, dvs. kronan tenderade att stärkas. Motsatsen inträffade när börserna föll. Därefter hade dollarkursen och måttet på riskaversion störst betydelse för att förklara kronans utveckling. När euron steg mot dollarn, dvs. när dollarn försvagades, tenderade euron att stärkas även mot kronan.<sup>20</sup> När risken i marknaderna steg, mätt med SPVOL, tenderade euron att stärkas mot kronan, dvs. kronan tenderade att försvagas. Denna effekt inträffade dock endast med en dags fördröjning (därför SPVOL(-1)), vilket torde ha samband med att New York-börsen handlas långt efter de svenska marknadernas stängning. Först på femte plats i rangordningen, och med en mindre grad av statistisk signifikans, kommer AP-fondernas flöden. När AP-fonderna köpte kronor (positivt flöde) tenderade euron att försvagas mot kronan, dvs. kronan tenderade att förstärkas. Denna effekt är mätbar endast samma dag som transaktionen sker, inga fördröjda effekter kan observeras. Enligt den alternativa modell som redovisas i bilagan är AP-fondernas flöden mer signifikanta i sig, medan rangordningen är oförändrad i den meningen att AP-fonderna fortfarande betyder minst för att förklara kronans utveckling.

En förklaringsgrad ( $R^2$ ) över 0,3 är överraskande mycket för en kvantitativ modell avseende en finansiell marknad, vilket säger något om marknadsförhållandena 2001. Detta år reagerade valutamarknaden ovanligt starkt på den kortsiktiga utvecklingen på aktiemarknaderna, vilket i sin tur kan ha varit ett resultat av den oväntat markerade ekonomiska nedgången under året.

<sup>20</sup> Detta dokumenterade positiva samband mellan kronan och dollarn visavi euro hindrade inte att kronan och dollarn rörde sig åt olika håll under året som helhet, eftersom kronan försvagades och dollarn stärktes mot euro under denna längre period.

**Regeringens bedömning:** Sjätte AP-fonden har uppnått styrelsens mål under den första sammanhängande femårsperioden i fondens historia. Förvaltningen av onoterade aktier kan betecknas som framgångsrik.

**Regeringens skrivelse för år 2000:** Sjätte AP-fonden hade lyckats väl i sin förvaltning under år 2000. Avkastningen var negativ men avsevärt bättre än jämförelseindex. En separat utvärdering av Sjätte AP-fondens onoterade portfölj visade att positiva resultat uppnåts snabbare än vad som är vanligt i samband med onoterade aktier.

**Wassums utvärdering:** Avkastningen i Sjätte AP-fonden totalt var 10,6 % per år under femårsperioden 1997–2001, efter avdrag för samtliga kostnader, vilket var 1,3 procentenheter bättre än jämförelseindex. De två första åren av fondens existens är emellertid svåra att utvärdera eftersom jämförelseindex har sammanvägts på delvis subjektiva grunder under 1997 och 1998. Under den senaste treårsperioden är fondens totala avkastning 11,1 % per år, efter kostnader, vilket är 3,0 procentenheter bättre än index. Detta resultat kan betraktas som mycket bra.

Förvaltningen av noterade aktier har genererat en avkastning på 14,3 % under femårsperioden och 10,1 % under treårsperioden, före avdrag för kostnader. Detta är 1,5 respektive 1,9 procentenheter bättre än jämförelseindex. Givet en rimlig nivå på förvaltningskostnaderna kan resultatet betraktas som bra. Under den senaste treårsperioden har risken i portföljen varit hög, med en fallande tendens under det senaste året. Den riskjusterade avkastningen mätt med informationskvot är 0,21 vilket kan betecknas som godkänt, särskilt vid en jämförelse med flertalet svenska aktieförvaltare.

Det är främst den onoterade portföljen som bidragit till den totala portföljens goda relativa resultat. Avkastningen på onoterade aktier, mätt med internränta, var 19,6 % per år under femårsperioden, före avdrag för kostnader, vilket överträffar styrelsens mål med 3,6 procentenheter per år. Den främsta orsaken till det goda resultatet är den indirekta portföljen som har en avkastning under perioden, mätt med internränta, på 32,5 % per år.

**Skälen för regeringens bedömning:** Avkastningen för fonden totalt, 10,6 % per år under den senaste femårsperioden och 11,1 % per år under den senaste treårsperioden, är beräknad med avdrag för samtliga kostnader. Det är därmed oomtvistligt att fonden överträffat sitt jämförelseindex med 1,9 procentenheter under treårsperioden. Det kvarstår en mindre osäkerhet avseende femårsperioden eftersom omviktningen av jämförelseindex, från räntebärande tillgångar vid periodens början till en renodlad aktieportfölj två år senare, inte kunnat fastställas entydigt. En rimlig slutsats är emellertid att fonden totalt sett förefaller ha uppfyllt styrelsens mål med en inte obetydlig marginal.

Tabell 31. Sjätte AP-fondens avkastning, noterade aktier och fonden totalt (%).

	2001		Senaste 3 år		Senaste 5 år	
	Avkastning	Rel. index	Avkastning	Rel. Index	Avkastning	Rel. index
Noterade aktier	-13,8	0,4	10,1	1,9	14,3	1,5
Fonden totalt	-10,7	3,5	11,1	3,0	10,6	1,3

Fonden totalt är en avkastning efter avdrag för samtliga kostnader. Noterade aktier, däremot, är en avkastning brutto, dvs. före avdrag av relevanta kostnader.

### Asset Management

Sjätte AP-fondens överavkastning i förvaltningen av noterade aktier under den senaste femårsperioden har samband med positiva resultat, i relativa termer, 1997 och 2000. Eftersom avkastningen inte korrigerats för de kostnader förvaltningen gett upphov till torde den reella överavkastningen 2001 vara något mindre. Resultaten de två senaste åren har påverkats i positiv riktning av en gynnsam utveckling av de s.k. aktiva innehaven.

Tabell 32. Sjätte AP-fondens förvaltning av noterade aktier, avkastning i procent.

	2001	2000	1997-2001
Svenska aktier	-13,8	-6,7	14,3
Jämförelseindex*	-14,2	-11,9	12,9
Differens	0,4	5,1	1,5

\*) SIX RX exkl. Nokia

Förvaltningen har skett till relativt hög risk. Portföljen har under den senaste treårsperioden haft en högre risk mätt med standardavvikelse än index och en betydande aktiv risk, mätt med *tracking error* mot detta index. Den aktiva risken har emellertid minskat påtagligt under loppet av 2001, från cirka 16 % vid årets inledning till cirka 3 % vid årets utgång. Portföljen har emellertid fullt ut återhämtats i takt med marknadens rekyl under sista kvartalet 2001. Konkurrentjämförelser faller ut till fondens fördel under senaste treårsperiod. Informationskvoten 0,21 överstiger medianen bland jämförbara förvaltare av svenska aktier, medan konsistensen 56 % tillhör den bästa kvartilen. Med konsistens avses andelen månader som portföljen överträffat jämförelseindex.

Tabell 33. Nyckeltal avseende Sjätte AP-fondens förvaltning av noterade aktier under perioden 1999-2001.

	Avkastning	Standardavvikelse	Aktiv risk	Informationskvot
Svenska aktier	10,1	25,2	11,3	0,21
Jämförelseindex	8,2	22,2		
Differens	1,9	3,0		

Motsvarande jämförelser avseende femårsperioden ger liknande resultat, något lägre meravkastning, något högre aktiv risk och, således, något lägre informationskvot (0,14). De konkurrentbaserade jämförelserna är inte lika fördelaktiga för femårsperioden som de är för treårsperioden.

### Investeringsverksamheten

Sjätte AP-fonden har under femårsperioden sedan 1997 investerat sammanlagt 7,2 miljarder kr i onoterade aktier. Marknadsvärdet enligt EVCA:s riktlinjer, inklusive kassaflöden, var 9,1 miljarder kr vid utgången av 2001. Denna värdestegring motsvarar en årlig genomsnittlig

avkastning sedan start på 19,6 %, vilket med god marginal överträffar styrelsens mål, som är en långsiktig avkastning på minst 16 % per år. Detta goda resultat beror primärt på en mycket god avkastning för de indirekta investeringarna i riskkapitalbolag och fonder. Denna del av verksamheten har avkastat 32,5 % per år under femårsperioden, vilket måste betraktas som ett mycket bra resultat, inte minst mot bakgrund av aktiemarknadens övergripande utveckling de senaste åren.

Sjätte AP-fondens investeringar i onoterade företag inleddes 1997 och har gett en positiv avkastning under vart och ett av de tre senaste åren. Glädjande nog börjar nu även de direkta investeringarna att visa positiva resultat, vilket är helt förenligt med det mönster avkastningen på onoterade aktier brukar visa över tiden (den s.k. J-kurveffekten). Den genomsnittliga avkastningen för de direkta realiserade innehaven uppgår till 16,4 % per år under femårsperioden, vilket även det överstiger styrelsens mål. Motsvarande avkastning för ett år sedan, enligt Mercer's beräkningar, var positiv med knapp marginal. Den ackumulerade avkastningen på realiserade direkta innehav är alltså negativ, vilket torde sammanhålla med den negativa börsutvecklingen som försvårat *exit* genom börsnotering. Att den allmänna börsutvecklingen är betydelsefull för denna del av verksamheten framgår inte minst av att den ackumulerade avkastningen på realiserade direkta innehav var kraftigt positiv (42,0 % per år enligt Wassums beräkningar) 1999, men negativ de två följande åren. Det förefaller troligt att en del av den positiva utvecklingen i den realiserade portföljen beror på att företag som är mogna att börsnoteras inte kunnat placeras på börsen i det klimat som varit för handen.

Tabell 34. Sjätte AP-fondens investeringar i onoterade aktier sedan 1997 (miljoner kr).

Portfölj	Investerat belopp	Värde	Kassaflöden	Summa värde	Ackumulerad avkastning
Indirekt	2434,7	2899,7	682,0	3581,7	32,5 %
Direkt orealiserat	3896,3	3083,6	1600,5	4684,1	16,4 %
Direkt realiserat	906,4	-	828,9	828,9	-9,6 %
Totalt	7237,5	5983,2	3111,4	9094,6	19,6 %
Totalt, netto	-	-	-	-	17,1 %

Wassum har beräknat att avkastningen på den totala portföljen exklusive externa förvaltningsarvoden uppgår till 17,1 % per år, dvs. en kostnadsbetingad skillnad på 2,5 procentenheter jämfört med avkastning före kostnader. Denna marginal kan jämföras med det beräknade kostnadspåslag på 3 procentenheter som ingår i styrelsens avkastningsmål. Emellertid utgör externa förvaltningsarvoden mindre än hälften av fondens totala kostnader, varav huvuddelen torde vara hänförlig till Investeringsverksamheten. Kostnadsmassan bör emellertid bedömas mot bakgrund av att fonden ännu inte uppnått den önskade omfattningen av investeringar i onoterade aktier.

Tabell 35. Sjätte AP-fondens onoterade portfölj, fördelning på utvecklingsstadier (%).

	Direkt	Indirekt	Totalt
Sådd	0	0,8	0,4
Uppstart	11,3	21,0	15,6
Expansion	14,6	25,2	19,2
Tillväxt/mognad	59,0	49,1	54,7
Noterat	15,1	3,8	10,2
Summa	100	100	100

Andelen företag i mer mogna utvecklingsstadier uppgick till nära 65 % vid utgången av förra året, andelen tidiga stadier motsvarade därmed 35 %. Detta är en förskjutning från föregående år då motsvarande andelar var 54 % respektive 46 %. Även detta torde till en del kunna förklaras av att det negativa borsklimatet försvårat avyttring genom börsnotering. Andelen mogna stadier har stigit främst inom indirekta investeringar. Det indikerar att de fonder och riskkapitalbolag genom vilka Sjätte AP-fonden investerat, har tvingats behålla mogna företag som i och för sig hade kunnat börsnoteras om marknadsförutsättningarna varit bättre. Detta är även en omständighet som kan ha påverkat resultatet för både direkta och indirekta investeringar negativt.