



# Utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2011

FINANSDEPARTEMENTET

SLUTRAPPORT

April 2012

KONFIDENTIELLT MATERIAL OCH ÄGANDERÄTT  
All användning av detta material, är utan särskilt tillstånd  
av McKinsey & Company strängt förbjudet.

# Innehåll

1. Angreppssätt för utvärderingen	1
2. AP-fondernas roll, utveckling och omvärld 2001-2011	3
3. Sammanfattning och identifierade frågeställningar	9
4. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden	24
5. Grundläggande utvärdering av Andra AP-fonden	33
6. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden	40
7. Grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fonden	48
8. Grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fonden	55
9. Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden	61

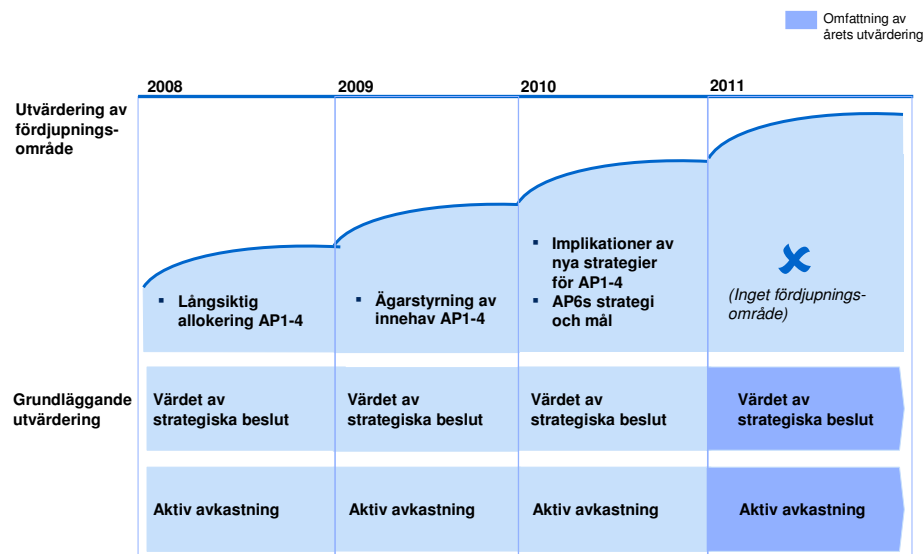
# 1. Angreppssätt för utvärderingen

McKinsey & Company fick i december 2008 uppdraget av Finansdepartementet att genomföra den årliga utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2008, 2009 och 2010. Angreppssättet för utvärderingen bestod av två delar, en grundläggande utvärdering och ett eller flera fördjupningsområden. Den grundläggande utvärderingen har varje år utvärderat värdet av fondernas strategiska beslut samt fondernas aktiva förvaltning<sup>1</sup>. Fyra fördjupningsområden har utvärderats: Första till Fjärde AP-fondernas långsiktiga allokering (2008), Första till Fjärde AP-fondernas ägarstyrning av innehav (2009), implikationer av nya strategier för Första till Fjärde AP-fonderna (2010) och Sjätte AP-fondens strategi och mål (2010). För resultaten från dessa utvärderingar hänvisas till tidigare års utvärderingsrapporter.

I mars 2011 fick McKinsey & Company uppdraget att genomföra utvärderingen av fondernas verksamhet 2011. Uppdrag begränsades till att omfatta den grundläggande utvärderingen av fondernas verksamhet och således har inget fördjupningsområde utvärderats för 2011 (Bild 1).

Bild 1

## Angreppssätt för utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2011



Den grundläggande utvärderingen av Första till Fjärde AP-fondernas verksamhet 2011 lägger stor vikt vid att beskriva skillnader i fondernas förvaltningsmodell och viktiga

<sup>1</sup> Syftar till att skapa överavkastning jämfört med fondernas jämförelseindex

händelser under 2011, vid sidan om att utvärdera värdet av fondernas strategiska beslut och aktiva förvaltning. Till följd av förändringarna i Första till Fjärde AP-fondernas förvaltningsmodeller efter 2008 är det svårt att på ett enhetligt sätt jämföra fondernas avkastning från långfristiga beslut, medelfristiga beslut samt den aktiva förvaltningen. En nedbrytning av avkastningen från strategiska beslut och aktiv förvaltning görs dock liksom i tidigare års utvärderingar separat för varje fond. Första till Fjärde AP-fonderna började agera i sina roller som buffertfonder 1 januari 2001, men det dröjde till senare under 2001 innan fonderna hade implementerat sina långsiktiga investeringsportföljer. Första till Fjärde AP-fonderna utvärderas därför över perioden 1 juli 2001 till 31 december 2011.

Sjätte AP-fonden investerar framförallt riskkapital i onoterade tillgångar och fondens samtliga investeringsbeslut är att betrakta som strategiska beslut. Sjätte AP-fonden startade sin verksamhet i slutet av 1996 och utvärderas över perioden 1 januari 1997 till 31 december 2011. I årets grundläggande utvärderingen har stor vikt lagts vid att beskriva förändringar som fonden genomfört under 2011 mot bakgrund av de frågeställningar som identifierades i förra årets fördjupningsområde kring fondens mål och strategi. Buffertfondernas (Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna) gemensamma påverkan på inkomstpensionssystemet utvärderas över perioden 1 januari 2001 till 31 december 2011.

Sjunde AP-fonden utvärderas som en värdepappersfond och jämförs med övriga värdepappersfonder i premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden införde i maj 2010 en ny förvaltningsmodell och i förra årets grundläggande utvärdering beskrevs den nya modellen och fondens resultat utvärderades både för den gamla förvaltningsmodellen fram till maj 2010 och den nya förvaltningsmodellen från maj 2010. I utvärderingen av Sjunde AP-fondens verksamhet 2011 utvärderas resultaten för fondens nya förvaltningsmodell under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011 samt resultaten från fondens "ickevalsalternativ" under perioden 1 januari 2001 till 31 december 2011.

Liksom i tidigare års grundläggande utvärderingar baseras utvärderingen 2011 på information från fondernas interna resultatuppföljningssystem för att möjliggöra analys av olika källor till den totala avkastningen. Det här innebär att det kan förekomma skillnader mot fondernas redovisade resultat på grund av bland annat periodiseringar, men skillnaderna är mycket små (mindre än 0,1 procentenheter i avkastning). Flera externa källor har också använts, till exempel för att sätta fondernas utveckling i relation till utvecklingen av tillgångar och skulder i inkomstpensionssystemet, utvecklingen på kapitalmarknaderna och resultaten för ett urval av utländska statliga pensionsfonder. Dessa källor redovisas i anslutning till respektive analys.

Utvärderingsarbetet har pågått från december 2011 till mars 2012 och har genomförts i en kontinuerlig process med fonderna. I rapporten redovisas först AP-fondernas roll i inkomstpensionssystemet och utveckling i relation till omvärlden 2001-2011 (kapitel 2). Därefter följer en sammanfattning med identifierade frågeställningar för fonderna från årets grundläggande utvärdering (kapitel 3). Rapporten avslutas med ett kapitel för var och en av fonderna som redovisar resultaten från utvärderingen (kapitel 4-9).

## 2. AP-fondernas roll, utveckling och omvärld 2001-2011

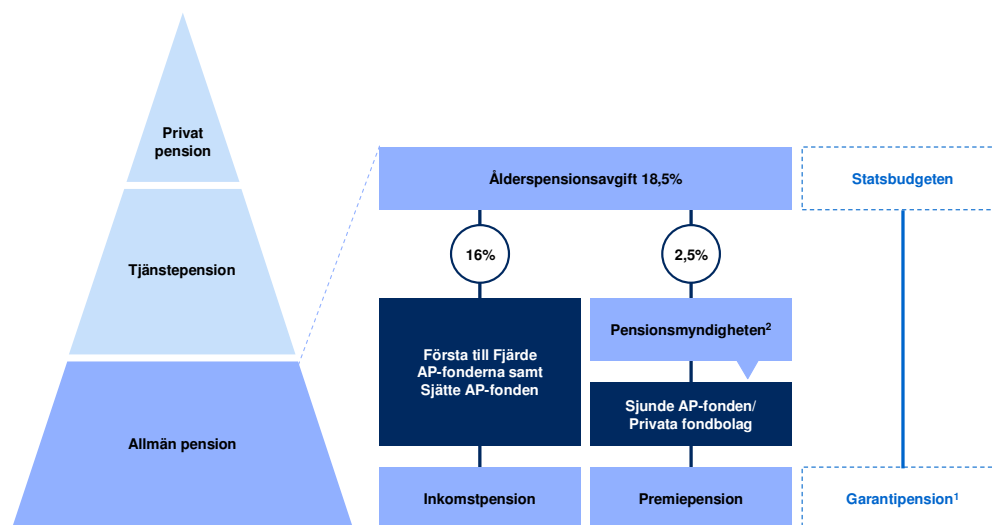
I det här kapitlet beskrivs AP-fondernas roll i det svenska pensionssystemet och buffertfondernas (Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna) utveckling 2001-2011, med fokus på deras påverkan på inkomstpensionssystemet samt hur de utvecklats i jämförelse med kapitalmarknaderna och ett urval av utländska statliga pensionsfonder.

### AP-FONDERNAS ROLL I DET SVENSKA PENSIONSSYSTEMET

De sex AP-fonderna utgör en del av det svenska systemet för allmän pension, vilket är en av tre delar i det svenska pensionssystemet (Bild 2). De två andra delarna är tjänstepensionen, som är en tjänsteförmån från arbetsgivaren, och det privata sparandet.

Bild 2

#### AP-fondernas roll i svenska pensionssystemet



<sup>1</sup> Garantipension för de med låg eller ingen inkomst som finansieras med skatter  
<sup>2</sup> 1 januari 2010 togs Premiépensionsmyndighetens (PPM) uppgifter över av Pensionsmyndigheten  
KÄLLA: Försäkringskassan

Dagens svenska system för allmän pension är resultatet av en bred partiuppgörelse från 1998 med syfte att reformera den då gällande folkpensionen och ATP. I dagens system betalas varje år 18,5% av den totala lönesumman in till allmän pension<sup>1</sup>, varav 16% går

<sup>1</sup> Av dessa 18,5% går maximalt 7,5 inkomstbasbelopp (SEK 390 750 år 2011) till pensionssystemet, medan ett eventuellt överskott går till statskassan

till att finansiera inkomstpensionen och resterande 2,5% går till Pensionsmyndigheten och sparas på individuella premiepensionskonton.

De årliga inbetalningarna till inkomstpensionen finansierar pensionsutbetalningar till dagens pensionärer (ett så kallat "pay as you go"-system). En grundtanke med det svenska inkomstpensionssystemet är att det ska vara självfinansierande, vilket betyder att staten inte ska behöva höja pensionsavgifterna (16% av lönesumman) eller låna pengar för att betala ut inkomstpensionen. 2001 omorganiserades Första till Fjärde AP-fonderna samt Sjätte AP-fonden till så kallade buffertfonder. Syftet med Första till Fjärde AP-fonderna är att jämna ut perioder av löpande över- och underskott mellan inbetalningar av pensionsavgifter och utbetalningar av pensioner och att långsiktigt generera avkastning för att öka stabiliteten i inkomstpensionssystemet. Sjätte AP-fonden är en stängd fond, utan in- och utflöden. Inkomstpensionssystemets finansiella ställning uttrycks i ett så kallat balanstal och definieras som inkomstpensionssystemets tillgångar dividerat med inkomstpensionssystemets skulder. Tillgångarna består av framtida inbetalningar och buffertfonderna. De framtida inbetalningarna bestäms främst av befolkningstillväxt, arbetskraftdeltagande, ekonomisk tillväxt och löneökningstakt. Inkomstpensionssystemets skulder består av framtida pensionsutbetalningar och bestäms främst av antalet pensionärer, genomsnittlig livslängd, löneökningstakt samt upp- och nedskrivningar av pensionsrätterna baserat på systemets balansering.

Om balanstalet överstiger 1,0 skrivs pensionsrätterna upp baserat på löneökningstakten, som mäts genom inkomstindex. Understiger däremot balanstalet 1,0 är skulderna större än tillgångarna och en automatisk balansering aktiveras, vilket betyder att värdet av pensionsrätterna skrivs upp med en lägre faktor än löneökningstakten. Löneökningstakten mäts som förändringar i inkomstindex. Detta innebär att inkomstpensionen kan sänkas om inkomstpensionssystemet inte balanserar. Om balanstalet understiger 1,0 justeras uppskrivningstakten av pensionsrätterna med ett års förskjutning. Kombinationen av att inkomstpensionssystemet är avgiftsbestämt, att pensionsskulderna tar hänsyn till demografisk utveckling och att det finns en automatisk balansering gör systemet självförsörjande.

Buffertfonderna ska också verka självständigt och ha egna placeringspolicys, ägarpolicys och riskhanteringsplaner inom ramen för sitt uppdrag och placeringsregler. Första till Fjärde AP-fonderna regleras i lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192) och Sjätte AP-fonden i lagen om Sjätte AP-fonden (2000:193, 2007:709).

Premiepensionen syftar till att varje arbetstagare ska kunna påverka en del av den allmänna pensionen genom att välja hur pensionsmedlen investeras. Alla arbetstagare kan välja mellan ~800 fonder i premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden införde en ny förvaltningsmodell 2010 och inom ramen för den nya modellen förvaltar Sjunde AP-fonden sedan maj 2010 två fonder: AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Dessa fonder kombineras i AP7 Såfa som förvaltar premiepensionen för de arbetstagare som inte aktivt väljer fondförvaltare (statens "ickevalsalternativ"). Sjunde AP-fonden erbjuder utöver förvalsalternativet fem ytterligare fondportföljer som kan väljas av alla arbetstagare i

konkurrens med de övriga ~800 fonderna. Dessa fem fondportföljer inkluderar de två byggstensfonderna AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond samt tre statliga fondportföljer som består av olika kombinationer av de två byggstensfonderna. Sjunde AP-fonden regleras i lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192).

## BUFFERTFONDERNAS UTVECKLING OCH OMVÄRLD 2001-2011

Sedan januari 2001 har buffertfondernas kapital växt från SEK 554 miljarder till SEK 873 miljarder och buffertfondernas avkastning efter kostnader har bidragit med SEK 271 miljarder av tillväxten. Det här motsvarar en genomsnittlig avkastning på 3,3% per år jämfört med inkomstindex som under samma period ökade med 3,1% per år.

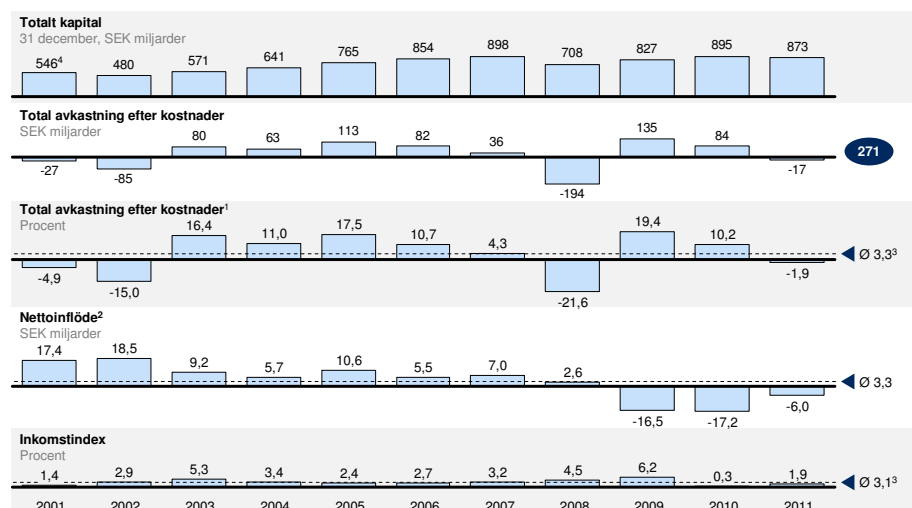
Buffertfonderna genererade 2011 en avkastning på SEK -17 miljarder efter kostnader. Värt att notera är att nettoinflödet har varit negativt varje år sedan 2009 till skillnad från tidigare år då buffertfonderna hade ett positivt nettoinflöde (Bild 3).

Bild 3

### Buffertfondernas utveckling 2001–2011

Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna

Total 2001-2011

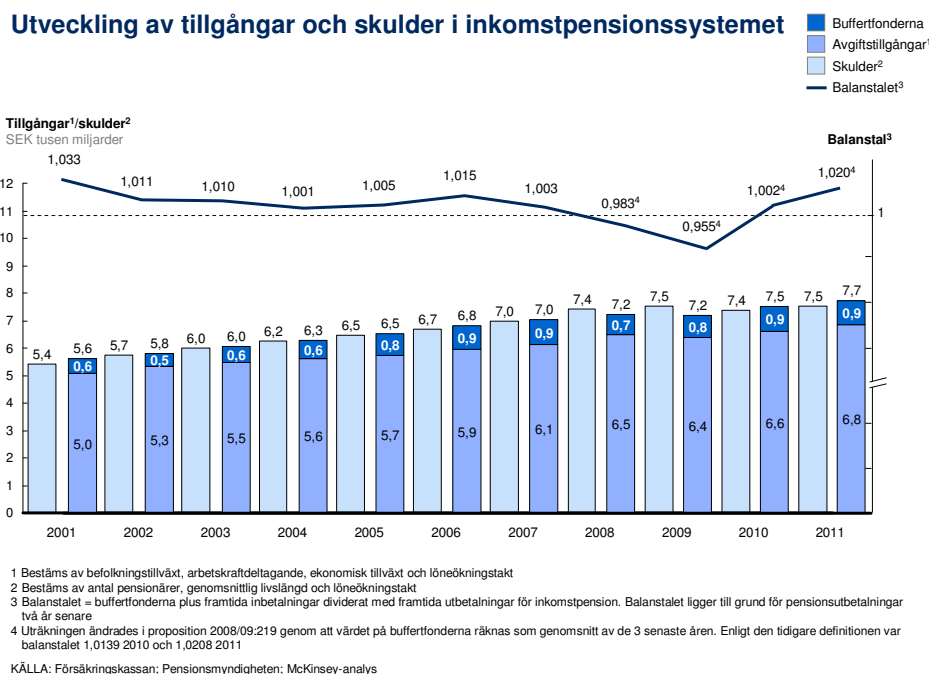


1 Avkastning per fond viktat med genomsnittligt kapital  
 2 Inkluderar även vissa kostnadsposter  
 3 Geometriskt snitt  
 4 31 december 2001. Totalt kapital 1 januari 2001 SEK 554 miljarder  
 KÄLLA: AP-fonderna; McKinsey-analys

Fram till 2007 balanserade inkomstpensionssystemet varje år (balanstalet översteg 1,0) (Bild 4). Skulderna i systemet växte fram till 2007 mer än avgiftstillgångarna, men buffertfondernas utveckling gjorde att systemet balanserade. Till följd av detta skrevs under 2001-2009 inkomstpensionen upp varje år med mellan 0,8% och 4,5%. 2008 och 2009 balanserade inte systemet (balanstalet understeg 1,0) framförallt till följd av att skulderna i systemet växte snabbare än avgiftstillgångarna, men buffertfondernas negativa utveckling 2008 bidrog också. För att utjämna påverkan på inkomstpensionen beslutade Riksdagen 2009 att balanstalet från och med 2009 ska beräknas baserat på ett

genomsnittligt värde på buffertfonderna under tre år. Utvecklingen i systemet 2008-2009 innebar att inkomstpensionen i absoluta tal skrevs ner med 3,0% respektive 4,3% 2010 och 2011 givet fördröjningen på ett år.

Bild 4



2010 och 2011 balanserade systemet igen (balanstalet översteg 1,0) framförallt drivet av att avgiftstillgångarna växte till följd av ökad sysselsättning och att pensionskulden skrevs ner 2010 och 2011. 2010 bidrog buffertfonderna till ett ökat balanstal, medan fonderna 2011 marginellt bidrog till ett lägre balanstal. Till följd av den här utvecklingen kommer inkomstpensionen 2013 liksom 2012 att skrivas upp baserat på inkomstindex. Sammantaget under hela perioden 2001-2011 har buffertfonderna bidragit positivt till balansen i systemet genom att generera en avkastning som överstiger inkomstindex.

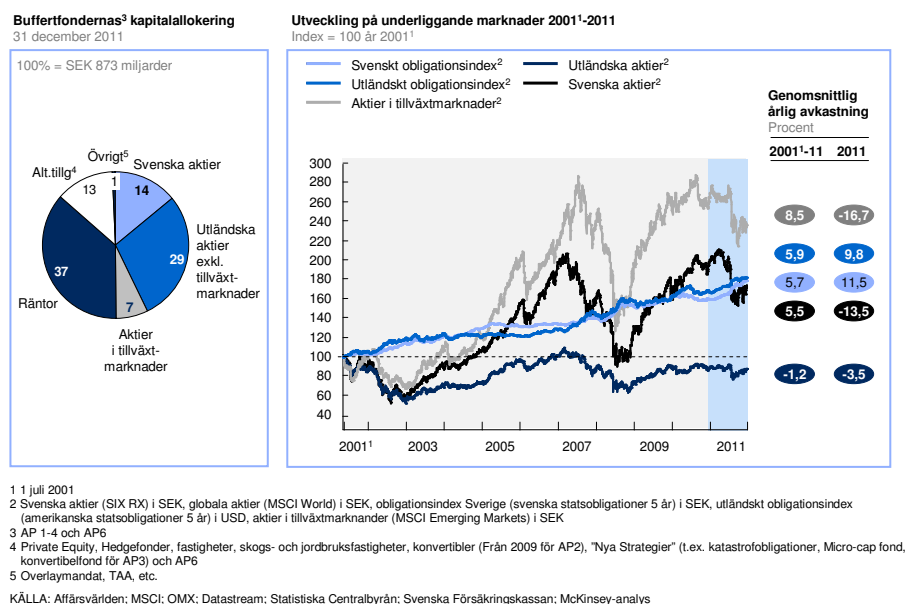
Buffertfonderna hade i slutet av 2011 i genomsnitt 50% av sitt kapital investerat i noterade aktier: 14% i svenska aktier, 29% i utländska aktier exklusive tillväxtmarknader och 7% i aktier i tillväxtmarknader. Av övriga 50% av kapitalet hade fonderna 37% investerat i räntebärande värdepapper, 13% i alternativa tillgångar och 1% i andra tillgångar. Fonderna har en stor andel investerat i aktier för att långsiktigt kunna uppnå en högre avkastning. Buffertfondernas höga andel aktier i portföljen innebär att utvecklingen på aktiemarknaderna i hög utsträckningen påverkar fondernas avkastning. 2011 avkastade Stockholmsbörsen -13,5%, globala aktier -3,5% och aktier i tillväxtmarknader -16,7% mätt i svenska kronor. Under hela perioden 2001-2011 avkastade svenska aktier i genomsnitt 5,5% per år, globala aktier -1,2% per år och aktier i tillväxtmarknader 8,5% per år. Således har den höga andelen svenska aktier och aktier i tillväxtmarknader under perioden 2001-2011 bidragit positivt till fondernas resultat, men både svenska och



utländska räntor har genererat en högre avkastning än svenska och utländska noterade aktier under perioden. Det är svårt att förutse utvecklingen på kapitalmarknaderna, men i ett historiskt perspektiv är 2001-2011 en unikt svag period för investeringar i noterade aktier drivet av tre större börsfall 2001-2002, 2008 och 2011 (Bild 5). Över längre historiska tidsperioder har noterade aktier genererat en avkastningspremium jämfört med räntor<sup>1</sup>.

Bild 5

### Buffertfondernas allokering och utveckling på underliggande marknader



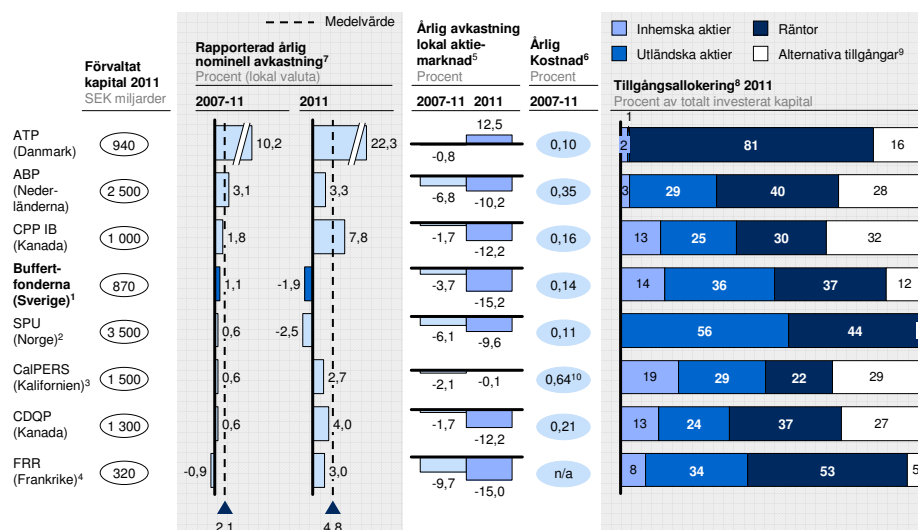
Buffertfondernas utveckling kan också jämföras med utländska statliga pensionsfonder med liknande uppdrag (Bild 6). En direkt jämförelse av avkastningen är svår att göra på grund av skillnader i fondernas uppdrag, placeringsregler, valutaeffekter och marknadsutveckling på respektive hemmamarknader, men utgör en intressant referens. En jämförelse av rapporterad avkastning visar att de svenska buffertfonderna 2011 genererade lägre avkastning än de flesta av de jämförda utländska pensionsfonderna. Vidare understeg buffertfondernas avkastning under perioden 2007-2011 genomsnittet för de jämförda fonderna. Tre av de sju jämförda fonderna genererade högre avkastning än buffertfonderna 1997-2011: ATP i Danmark, ABP i Holland och buffertfonden CPP i Kanada. ATPs uppdrag innebär att fonden måste säkra 80% av sina tillgångar, vilket i hög utsträckning bidragit till att fonden har majoriteten av sina tillgångar placerade i räntor som har haft en gynnsam utveckling under perioden 1997-2011 och speciellt 2011.

<sup>1</sup> Till exempel: Svenska aktier genererade 16,0% per år 1985-2001 jämfört med 9,7% per år för den 5-åriga svenska statsobligationsräntan. Amerikanska aktier genererade 15,4% per år 1980-2001 jämfört med 9,1% för den 5-åriga amerikanska statsobligationsräntan (Källa: Datastream).

Fördjupningsområdet kring Första till Fjärde AP-fondernas förvaltningsmodell i förra årets utvärdering indikerade att en bidragande orsak till ABPs, CPPs och ATPs relativt höga avkastning sannolikt är deras höga fokus på alternativa tillgångar (inklusive Private Equity, fastigheter, infrastruktur och andra reala tillgångar). ATP, ABP och CPP har 16-32% av sitt kapital investerat i alternativa tillgångar jämfört med i genomsnitt 12% för Första till Fjärde AP-fonderna och AP-fondernas nuvarande placeringsregler begränsar fondernas möjligheter att investera i mer onoterade tillgångar (se även kapitel 3). CPP, ABP och ATP bedöms dessutom ha byggt upp ledande förvaltningskompetens och strategier avseende till exempel dynamisk allokering och hedging-strategier och ses ofta som exempel på bästa praxis i kapitalförvaltningsbranschen.

Bild 6

### Buffertfondernas avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder



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

### 3. Sammanfattning och identifierade frågeställningar

Det här kapitlet sammanfattar den grundläggande utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2011 i tre avsnitt: Första till Fjärde AP-fonderna, Sjätte AP-fonden och Sjunde AP-fonden. I slutet av varje avsnitt presenteras ett antal frågeställningar som baserat på utvärderingen bedöms vara viktiga att diskutera för att fortsatt utveckla fondernas verksamhet.

#### **FÖRSTA TILL FJÄRDE AP-FONDERNA 2001<sup>1</sup>–2011**

Första till Fjärde AP-fondernas uppdrag är att fungera som buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet och maximera avkastningen till låg risk. Risk och avkastning ska tolkas i termer av utgående pensioner. Fonderna ska enligt uppdraget inte ta närings- eller ekonomiskpolitisk hänsyn<sup>2</sup>.

Som beskrivits i utvärderingarna av AP-fondernas verksamhet 2009 och 2010 har flera av AP-fonderna sedan 2008 genomfört stora förändringar i sina förvaltningsmodeller och investeringsstrategier. Det här innebär att fonderna idag arbetar på olika sätt för att uppnå sitt uppdrag, till exempel avseende arbetssätt och relativt fokus på medelfristiga strategiska allokeringar och kortsiktig aktiv förvaltning, omfattning av VDs mandat att ta strategiska investeringsbeslut och fördelning mellan intern och extern förvaltning.

Under 2011 har fonderna fortsatt att utveckla sina förvaltningsmodeller och investeringsstrategier och samtliga fonder har genomfört förändringar (Bild 7). Två trender är att fonderna på olika sätt fortsätter att utveckla mer dynamiska förvaltningsmodeller och att öka fokus på alternativa tillgångar. Första AP-fonden har bland annat under 2011 infört en ny förvaltningsorganisation för att förtydliga ansvar och förbättra processen för investeringsbeslut och en ny metod för utvärdering som följer upp resultaten från fondens dynamiska investeringsbeslut. Samtidigt har fonden ökat vikten av alternativa tillgångar i sin långsiktiga strategiska inriktning och genomfört upphandlingar för nya investeringar i alternativa tillgångar 2012. Andra AP-fonden har under 2011 gjort en av fondens mest omfattande omallokeringar i den långsiktiga strategiska portföljen sedan 2001 genom att öka allokeringen till tillväxtmarknader. Andra AP-fonden har också ökat sitt engagemang i reala tillgångar (skog, jordbruk och internationella fastigheter), delat upp CFO-rollen i en roll för riskhantering och en administration och infört en ny struktur för styrelserapportering för att öka fokus på riskhantering. Tredje AP-fonden har under 2011 bland annat tagit flera dynamiska

<sup>1</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>2</sup> Lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192), Propositionen om AP-fonden i det reformerade pensionssystemet (1999/2000:46)

allokeringsbeslut genom att styrelsen beslutade att ändra riktvärdena för portföljens riskexponering och utvecklat en ny integrerad utvärderingsmodell för fondens dynamiska förvaltning som ska tas i bruk 2012. Fjärde AP-fondens styrelse beslutade under 2011 bland annat att ge VD ett riskmandat för strategiska positioner för att göra förvaltningen mer dynamisk och fonden har fortsatt att öka fokus på fastighetsinvesteringar i portföljen genom flera nyinvesteringar.

Bild 7

### Översikt över förvaltningsmodell och viktiga förändringar under 2011 för Första till Fjärde AP-fonderna

	Förvaltningsmodell 2011	Viktiga händelser 2011
AP1	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dynamisk allokeringmodell där VD tillsammans med Portföljgruppen tar fram Strategisk inriktning (~5 års sikt) som beslutas av styrelsen</li> <li>Planeringsportföljen (1-1,5 års sikt) fastställs av VD i Portföljgruppen för att röra sig mot Strategisk inriktning</li> <li>VD har riskmandat att leda förvaltningen med interna och externa mandat i olika tillgångslag</li> <li>Alternativa investeringar: 9,3% (7,8% 2010)</li> <li>Extern förvaltning: 41% (44% 2010)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ny förvaltningsorganisation där affärsansvariga beslutar om strategier i Portföljgruppen ledd av en CIO (för närvarande VD)</li> <li>Ökat vikt för alternativa tillgångar i den långsiktiga strategiska portföljen och flera upphandlingar för nya investeringar 2012</li> <li>Flera stora dynamiska beslut mellan aktier och räntor</li> <li>Ny utvärderingsmodell för fondens dynamiska portfölj inför</li> <li>Strategiarbete påbörjat för att ta fram en ny modell för aktieförvaltningen med färre antal aktier och tre delar: traditionell förvaltning, absolutavkastning och volatilitet</li> </ul>
AP2	<ul style="list-style-type: none"> <li>Styrelse fastslår Strategisk portfölj (&gt;5 års sikt)</li> <li>Traditionell aktiv förvaltning samt TAA-grupp som kan föreslå större förändringar i den strategiska portföljen</li> <li>Allokering utifrån tillgångslag</li> <li>Alternativa investeringar: 12% (11% 2010)</li> <li>Extern förvaltning: ~29% (23% 2010)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>En av de mest omfattande förändringarna i strategiska portföljen sedan 2001 <ul style="list-style-type: none"> <li>4% svenska aktier och 3% globala räntor till tillväxtmarknader</li> <li>Fastigheter från 5% till 6% och PE från 3% till 4%</li> </ul> </li> <li>Ny struktur för styrelserapportering för att tydliggöra förvaltningsbeslut påverkan på fondens utveckling</li> <li>CFO-rollen delades upp i riskhantering (CRO) och administration och en ny riskkommitté etablerades</li> </ul>
AP3	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dynamisk allokeringmodell (1-3 års sikt) baserad på bl.a. prognostisering av konjunkturutveckling</li> <li>Allokering utifrån riskklasser och VD har mandat att implementera styrelsens beslut om exponeringsintervall samt förvalta portföljen inom dessa intervall</li> <li>Absolutavkastande aktiva mandat (alfa/beta-separering)</li> <li>Alternativa investeringar: 16% (14% 2010)</li> <li>Extern förvaltning: 29% av betaportfölj (37% 2010)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ändrade riktvärden för fondens riskexponering per riskklass</li> <li>Skyddsstrategier införda på delar av aktieportföljen med avsikten att begränsa risken för stora förluster</li> <li>Minskad extern förvaltning (tog hem Europeiska aktier)</li> <li>Byte av FTSE till MSCI benchmarkindex givet FTSEs nya prismodell och minskade provisionskostnader</li> <li>Ny integrerad utvärderingsmodell av den dynamiska portföljen uppdelad i fyra delar som tas i bruk 2012</li> </ul>
AP4	<ul style="list-style-type: none"> <li>Styrelsen beslutar om normalportfölj (40 års sikt) genom ALM</li> <li>VD har mandat att avvika från normalportföljen genom en strategisk portfölj samt ansvarar för taktisk portfölj med fokus på traditionella aktiva mandat</li> <li>Allokering utifrån tillgångslag</li> <li>Alternativa investeringar: 7% (6% 2010)</li> <li>Extern förvaltning: 18% (23% 2010)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Styrelsen gav VD riskmandat (2,6% tracking error) med avkastningskrav för avvikelser från normalportföljen (0,5% per år över fyra år)</li> <li>Ny affärschef (CIO), ett ansvar som tidigare låg under VD</li> <li>Alfa-plattformen lvaldi fullt implementerad för globala aktier</li> <li>Fortsatt ökning av investeringar i fastigheter</li> </ul>

KÄLLA: AP-fonderna; intervjuer; årsredovisningar; hemsidor; McKinsey-analys

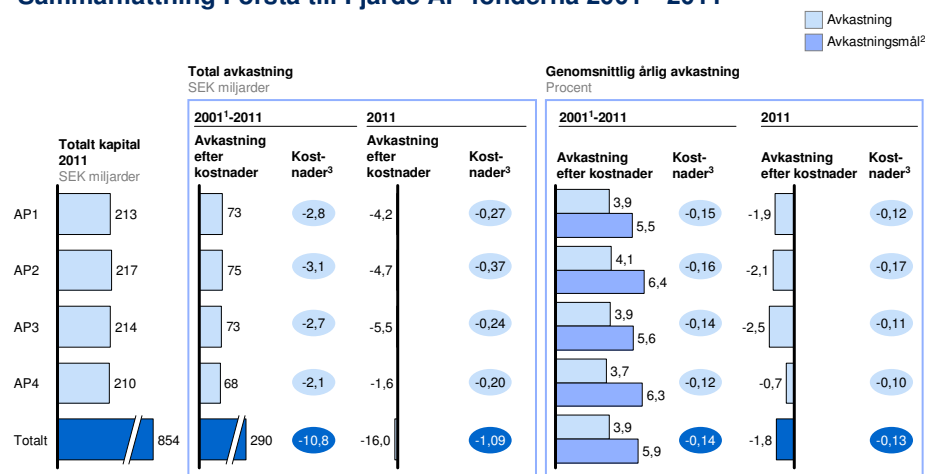
Sedan 1 juli 2001 har Första till Fjärde AP-fonderna totalt genererat en avkastning efter kostnader på SEK 290 miljarder eller 3,9% per år (Bild 8). Andra AP-fonden har under perioden haft högst avkastning med SEK 75 miljarder eller 4,1% per år följt av Första AP-fonden med SEK 73 miljarder eller 3,9% per år, Tredje AP-fonden med SEK 73 miljarder eller 3,9% per år och Fjärde AP-fonden med SEK 68 miljarder eller 3,7% per år. Det här innebär att ingen av Första till Fjärde AP-fonderna 2001–2011 har uppnått sina nominella målsättningar, vilka för perioden varierar mellan 5,5% och 6,4%.

Utvecklingen 2011 bidrog negativt till avkastningen under perioden och varierade för fonderna mellan SEK -5,5 miljarder och SEK -1,6 miljarder eller -2,5% och -0,7%. Fjärde AP-fonden avkastade -0,7% och Tredje AP-fonden -2,5%. Några viktiga orsaker till att Fjärde AP-fonden genererade relativt bättre avkastning 2011 än de tre andra fonderna var fondens avkastning inom räntor, fondens lägre exponering mot aktier i tillväxtmarknaden som utvecklades svagt under 2011 och fondens avkastning på fastighetsportföljen.

Under perioden 2001-2011 uppgick Första till Fjärde AP-fondernas totala redovisade kostnader till SEK 10,8 miljarder kronor eller i genomsnitt 0,14% av kapitalet per år. 2011 var fondernas totala redovisade kostnader SEK 1,1 miljarder eller 0,13% av kapitalet. Fjärde AP-fonden redovisade 2011 kostnader på SEK 0,20 miljarder (0,10%), Tredje AP-fonden SEK 0,24 miljarder (0,11%), Första AP-fonden SEK 0,27 miljarder (0,12%) samt Andra AP-fonden SEK 0,37 miljarder (0,17%). Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till vilken investeringsstrategi fonderna har och vilken avkastning de skapar. En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare eller ledande intern kompetens bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden. Ett exempel som illustrerar detta är att Andra AP-fonden har genererat högst avkastning efter kostnader 2001-2011, men har också redovisat de högsta kostnaderna.

Bild 8

### Sammanfattning Första till Fjärde AP-fonderna 2001<sup>1</sup>-2011



1 1 juli 2001

2 Nominella avkastningsmål: Andra till Fjärde AP-fondernas reala avkastningsmål har justerats med genomsnittlig inflation för perioden (för inflationsberäkningen används årlig inflationstakt mått månadsvis från SCB)

3 Kostnader från årsredovisningar: rörelsens kostnader (personalkostnader, övriga förvaltningskostnader) samt provisionskostnader; exklusive management fees och andra prestationsbaserade arvoden till externa förvaltare. I procent beräknat som andel av genomsnittet av ingående och utgående marknadsvärden, och för perioden 2001-2011 som genomsnittet för årskostnaden för de tio åren

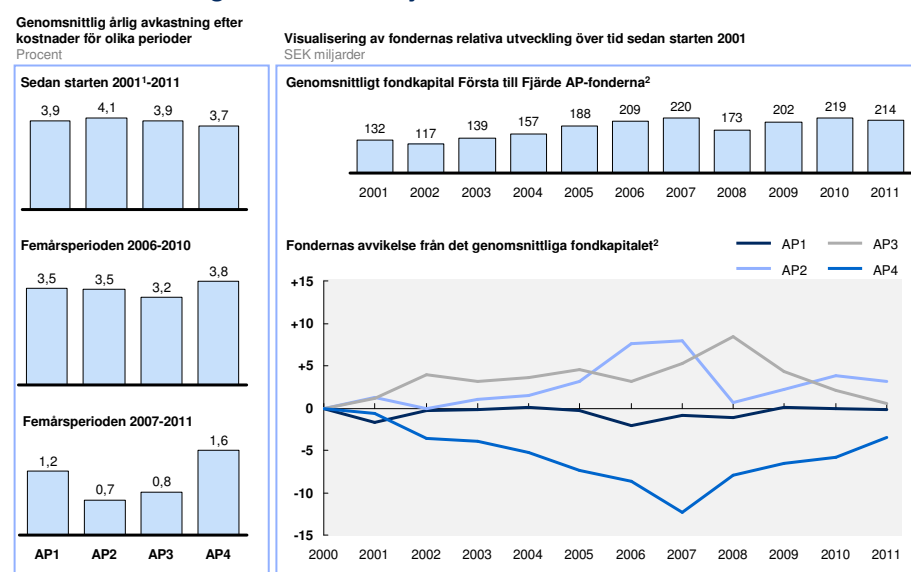
KÄLLA: AP-fonderna; SCB; McKinsey-analys

Skillnaden i avkastning mellan Första till Fjärde AP-fonderna är relativt liten i jämförelse med urvalet av utländska statliga pensionsfonder i kapitel 2. De utländska pensionsfonderna genererade 2011 en avkastning på mellan -0,8% och 22,3% och 2007-2011 en avkastning på mellan -0,9% och 10,2% per år. Första till Fjärde AP-fonderna genererade 2011 en avkastning på mellan -0,7% och -2,5% och 2007-2011 mellan 0,7% och 1,6% per år. Den relativt mindre skillnaden drivs i hög utsträckning av skillnader i jämförelsefondernas uppdrag och placeringsregler i och med att dessa påverkar fondernas tillgångsallokering. Skillnaderna mellan AP-fondernas tillgångsallokering (mellan olika tillgångsslag och geografiska marknader) är mindre än skillnaderna mellan de utländska fondernas tillgångsallokering.

En analys av Första till Fjärde AP-fondernas relativa utveckling över tid sedan 2001 visar att samtidigt som Andra AP-fonden genererat högst avkastning 2001-2011 har Andra AP-fonden genererat lägst avkastning under den senaste femårsperioden. Samtidigt har Fjärde AP-fonden som genererat lägst avkastning 2001-2011 genererat högst avkastning under den senaste femårsperioden. 2007-2011 genererade Fjärde AP-fonden en årlig avkastning på 1,6% jämfört med Andra AP-fonden 0,7%, Tredje AP-fonden 0,8% och Första AP-fonden 1,2%. Det här innebär att skillnaden i förvaltad kapital mellan de fyra fonderna sedan 2001 var som störst 2007 på SEK 20 miljarder och att skillnaden sedan 2007 minskat till SEK 6,6 miljarder (Bild 9).

Bild 9

### Relativ utveckling för Första till Fjärde AP-fonderna över tid 2001<sup>1</sup>-2011



<sup>1</sup> Avser 1 juli 2001; 2 31 december  
KÄLLA: AP-fonderna; McKinsey-analys

Det bedöms också vara intressant att analysera fondernas risktagande i förvaltningen för att uppnå sin avkastning. En viktig risk fonderna är utsatta för och som styrs av fondernas val av investeringsstrategi är marknadsrisken<sup>1</sup>. Ett sätt att bedöma vilken marknadsrisk fonderna tagit i relation till sin uppnådda avkastning är att beräkna den så kallade "sharpe-kvoten"<sup>2</sup>. En analys av fondernas sharpe-kvoter försvåras av att fonderna har olika andel noterade tillgångar i portföljen, vilka till skillnad från noterade tillgångar inte värderas dagligen och därmed drar ner portföljens volatilitet. Fondernas sharpe-kvoter har beräknats både för fondernas totalportfölj och för fondernas likvidportfölj (den

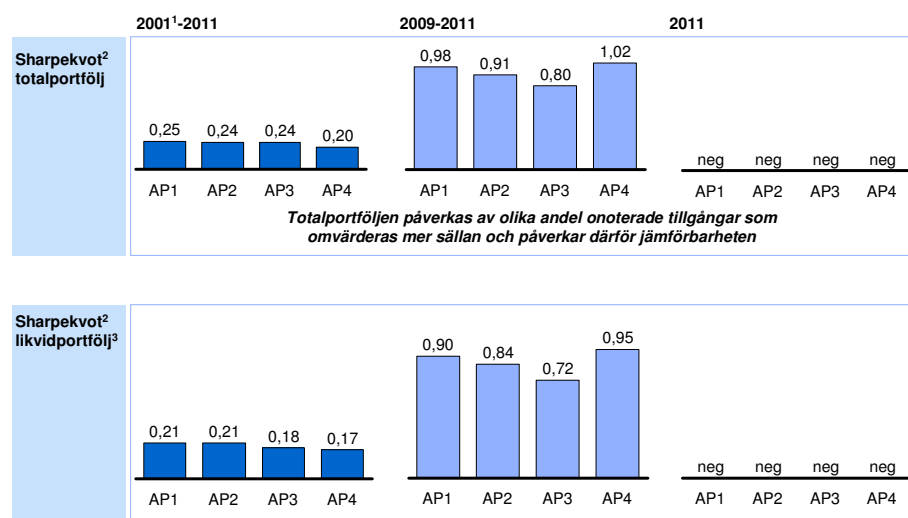
<sup>1</sup> Definieras som risken att värdet på en tillgång förändras drivet av förändringar i värderingen av de underliggande tillgångarna. Fondernas utsätter sig också för andra risker, till exempel motpartsrisker, operationella risker och systemrisker

<sup>2</sup> Sharpe-kvoten beräknas som skillnaden mellan fondens avkastning och den riskfria räntan dividerat med fondens volatilitet och benämns oftast riskjusterad avkastning

sistnämnda består endast av noterade tillgångar med dagliga värderingar). Vidare är sharpe-kvoten endast relevant att jämföra om den är positiv och beräknas därför bara över perioder när avkastningen överstiger den riskfria räntan. Av den anledningen har sharpe-kvoten för Första till Fjärde AP-fonderna beräknats för 2001-2011 samt för 2009-2011. Baserat på Första till Fjärde AP-fondernas sharpe-kvoter förefaller det som att Första AP-fonden har skapat den högsta riskjusterade avkastningen 2001-2011 och Fjärde AP-fonden den högsta riskjusterade avkastningen 2009-2011 (Bild 10). Skillnaderna mellan fonderna är dock begränsad.

Bild 10

### Riskjusterad avkastning Första till Fjärde AP-fonderna



<sup>1</sup> 1 juli 2001  
<sup>2</sup> Sharpekvot baserad på årlig avkastning före kostnader, 2001-2010 12 månaders svensk skuldväxel och 2011 en 2-årig svensk statsobligation samt antagande om 260 handelsdagar. Sharpekvoten definieras som riskpremien (fondens avkastning minus den riskfria räntan) dividerat med fondens risk (mätts med standardavvikelsen)  
<sup>3</sup> Likvidportföljen definierad som placeringstillgångar exklusive de alternativa investeringar som inte har dagliga värderingar  
 KÄLLA: AP-fonderna; McKinsey-analys

Ett annat riskmått är Value at Risk (VaR), som anger den maximala förlust som portföljen riskerar att göra under en dag<sup>1</sup>. Alla fonderna redovisar VaR idag, men det finns skillnader i hur fonderna definierar VaR. En beräkning av VaR visar att Andra och Tredje AP-fonden båda hade en genomsnittligt VaR 2011 som andel av totalt kapital på 0,74%, jämfört med 1,13% för Första AP-fonden och 1,21% för Fjärde AP-fonden.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Givet ett 95% konfidensintervall. VaR drivs huvudsakligen av volatiliteten i marknaden, korrelationen mellan tillgångsslagen och positionsförändringar i portföljen

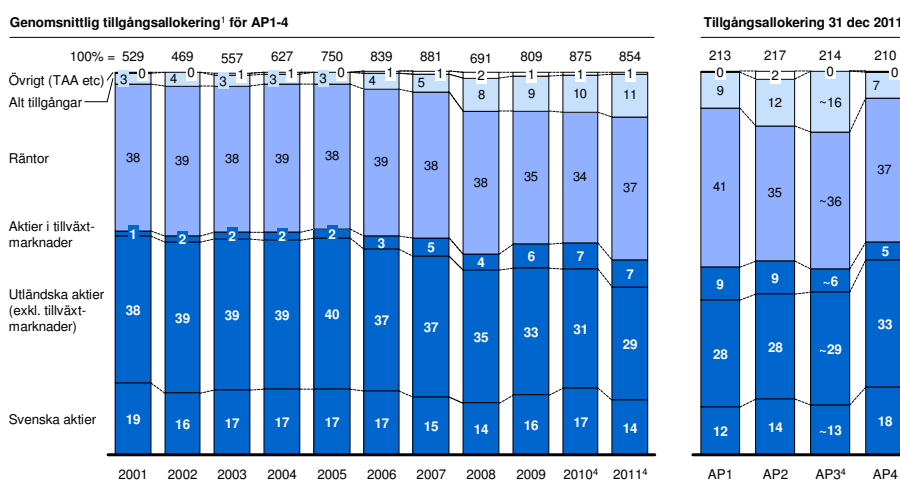
<sup>2</sup> Jämförbarheten påverkas av att fonderna använder olika risksystem och mätsätt. Resultatet ska därför läsas som indikativt för skillnaderna i VaR mellan fonderna. En jämförelse försvåras bland annat av att fonderna använder olika approximationer för att beräkna VaR för onoterade tillgångar

Första till Fjärde AP-fonderna arbetar idag på olika sätt med aktiv förvaltning, vilket försvårar traditionella jämförelser mellan fonderna. 2011 genererade Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna positiv avkastning från sin aktiva förvaltning före kostnader, men Andra AP-fonden genererade negativ avkastning. Under den senaste femårsperioden har Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna genererat en positiv ackumulerad aktiv avkastning före kostnader, medan Andra AP-fonden har genererat en negativ ackumulerad aktiv avkastning. Resultaten från fondernas aktiva förvaltning presenteras i mer detalj i kapitel 4-7 om respektive fond.

Bild 11

### Faktisk tillgångsallokering Första till Fjärde AP-fonderna

% av fondernas faktiska portfölj; 100% = SEK miljarder



<sup>1</sup> Årlig genomsnittlig tillgångsallokering

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

<sup>3</sup> Alternativa tillgångar består av fastigheter, Private Equity, Hedgefonder, konvertibler (Från 2009 för AP2), "Nya Strategier" (till exempel katastrofobligationer, Micro-cap-fond, konvertibelfond för AP3)

<sup>4</sup> Tillgångsallokeringen för AP3 2010-11 är indikativ då en exakt konvertering av riskklasser till tillgångsklasser ej kan göras

KÄLLA: AP-fonderna; McKinsey-analys

Första till Fjärde AP-fondernas aggregerade faktiska tillgångsallokering har sedan 2001 varit relativt stabil, men med ett par tydliga trender. Andelen svenska aktier har varierat mellan 19% och 14% och utländska aktier mellan 36% och 42% (Bild 11). Fonderna har inom utländska aktier ökat andelen aktier i tillväxtmarknader successivt och vid utgången av 2011 hade fonderna 7% investerat i aktier i tillväxtmarknader. Fondernas aktieallokering skiljer sig dock fortfarande från den globala aktiemarknaden, med övervikt i Sverige och undervikt i tillväxtmarknader.

Sedan 2005 har fonderna också successivt ökat allokeringen till alternativa tillgångar från 3% till 11% och 2011 minskade fonderna sin allokering till svenska och utländska aktier (exklusive tillväxtmarknader) till förmån för räntor och alternativa tillgångar. Givet fondernas ambition att fortsätta öka fokus på alternativa tillgångar kan andelen alternativa tillgångar förväntas fortsätta öka i framtiden. Fonderna begränsas dock av sina placeringsregler, som bland annat reglerar hur mycket fonderna får investera i onoterade



tillgångar (maximalt 5% av det investerade kapitalet). För investeringar i fastigheter finns inga begränsningar, vilket fonderna utnyttjat för att öka andelen alternativa tillgångar.

En jämförelse av fonderna vid utgången av 2011 visar att Fjärde AP-fonden har 56% av kapitalet investerat i noterade aktier, varav 18% av kapitalet investerat i noterade svenska aktier, vilket är högst bland de fyra fonderna. Som jämförelse har de tre andra fonderna mellan 48% och 51% av kapitalet investerat i noterade aktier och 12% till 14% investerat i noterade svenska aktier. Det är värt att notera att Tredje AP-fonden från och med 2010 baserar sin allokering på riskklasser istället för tillgångsklasser, varför angiven tillgångsallokering för fonden är approximativ.

□ □ □

Under 2011 har Första till Fjärde AP-fonderna fortsatt att utveckla sina förvaltningsmodeller för att göra dem mer dynamiska och robusta genom diversifiering, vilket är ett arbete som fonderna påbörjade 2008-2009. Dessa förändringar bedöms öka fondernas förutsättningar att kunna hantera marknader med stora svängningar och att skapa långsiktigt hög riskjusterad avkastning om de över tid implementeras framgångsrikt. Samtidigt indikerar utvärderingar av fondernas verksamhet de senaste åren att det finns viktiga utvecklingsmöjligheter både avseende fondernas regelverk och fondernas operativa verksamhet. Mot den bakgrunden bedöms följande frågeställningar vara viktiga att diskutera för att fortsätta utveckla Första till Fjärde AP-fondernas verksamhet:

- **Vad är fondernas optimala uppdrag, placeringsregler och fondstruktur för att framåt skapa bästa möjliga förutsättningar för hög riskjusterad avkastning?** Baserat på utvärderingarna av fondernas verksamhet de senaste fyra åren bedöms det finnas en stor förbättringspotential i att säkerställa att fondernas uppdrag och placeringsregler är optimala med hänsyn till fondernas roll i pensionssystemet och utvecklingen på kapitalmarknaderna under de senaste tio åren. Jämförelser med utländska pensionsfonder visar bland annat att AP-fondernas tillgångsallokering skiljer sig, vilket i hög utsträckning bedöms vara drivet av AP-fondernas placeringsregler som är oförändrade sedan fonderna startades för tio år sedan. Det kan också finnas förbättringsmöjligheter genom att införa en annan fondstruktur än dagens struktur med fyra självständiga fonder, givet utnyttjade kompetens- och kostnadssynergier mellan fonderna. Dessa måste dock vägas mot det ursprungliga motiven för självständiga fonder (diversifiering, intern konkurrens och maktfördelning). Den statliga utredning om AP-fondernas regelverk som inleddes under 2011 adresserar dessa frågor.
- **Hur kan fonderna i sin operativa verksamhet fortsätta utvecklas för att skapa bästa möjliga förutsättningar för hög riskjusterad avkastning?** Fonderna kan också inom ramen för dagens regelverk fortsätta utveckla sina förvaltningsmodeller

och investeringsstrategier för att förbättra förutsättningarna att skapa hög riskjusterad avkastning. Under de senaste åren har fonderna ökat samarbetet sinsemellan och med andra aktörer, exempelvis genom saminvesteringar i fastigheter. En frågeställning är om fonderna ytterligare kan öka samarbetet med andra aktörer (till exempel utländska statliga pensionsfonder) och/eller sinsemellan för att gå efter nya investeringsmöjligheter och utveckla nya kompetenser, till exempel inom alternativa tillgångar och dynamisk allokering. Det här bedöms som viktigt eftersom det är svårare att bygga ledande kompetens inom de här områdena i varje enskild fond. En annan frågeställning är om jämförbarheten och därmed transparensen och lärandet mellan de fyra fonderna kan öka genom att införa fler jämförbara nyckeltal. Det här skulle kunna innefatta redovisning av mått på fondernas risktagande med gemensamma definitioner, till exempel årlig genomsnittlig Value at Risk relativt investerat kapital och redovisning av Sharpekvoter för total- respektive likvidportföljen. Det bedöms också viktigt att fonderna framåt följer upp och redovisar resultaten av sina dynamiska allokeringsbeslut. Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna har utvecklat uppföljningsmodeller som från 2012 används för att följa upp sina dynamiska investeringsbeslut. Uppföljningsmodellerna bedöms lämpliga för att följa upp den dynamiska förvaltningen, men det finns stora skillnader mellan modellerna. Andra AP-fonden särskiljer ej sina dynamiska investeringsbeslut från långsiktiga förändringar i den strategiska portföljen. Det kan också övervägas om vissa gemensamma principer för uppföljning av den dynamiska förvaltningen bör utarbetas för att öka transparensen och lärandet, utan att påverka fondernas särprägel i förvaltningsmodell och investeringsstrategi (till exempel avseende val av referensportföljer och tidsperiod för utvärdering).

## **SJÄTTE AP-FONDEN 1997-2011**

Sjätte AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet, men skiljer sig från de andra fyra buffertfonderna i flera avseenden. Sjätte AP-fondens uppdrag<sup>1</sup> är att uppnå hög avkastning med tillfredställande riskspridning genom att investera i riskkapital främst i Sverige. Sjätte AP-fonden är också en stängd fond utan in- och utflöden. Detta gör att fonden behöver arbeta med likviditetsplanering för att kunna göra uppföljningsinvesteringar i portföljbolag, nyinvesteringar och täcka löpande kostnader.

Sjätte AP-fonden har historiskt vid flera tillfällen genomfört förändringar i strategi och organisation och 2011 markerar början på ett nytt kapitel i Sjätte AP-fondens historia. I april 2011 fick fonden en ny VD och i maj tre nya styrelseledamöter (av totalt fem ledamöter), inklusive ny ordförande och vice ordförande. Tillsammans har den nya

<sup>1</sup> Sjätte AP-fondens uppdrag beskrivs lagarna 2000:193 och 2007:709 samt tillhörande förarbeten

styrelsen och VD under året genomfört flera viktiga förändringar i strategi och organisation:

- Fondens tolkning av ägarens uppdrag förtydligades till att Sjätte AP-fonden ska skapa en ”långsiktigt hög avkastning och hålla en tillfredsställande riskspridning genom placering på riskkapitalmarknaden”. Därmed släpptes skrivningen att fonden skulle investera i små och medelstora svenska tillväxtföretag för att därigenom bidra till utvecklingen i svenskt näringsliv.
- Efter en genomlysning av fondens bolagsportfölj skrevs värdet på fondens portfölj med expansionsbolag ner med SEK ~2 miljarder.
- En ny investeringsstrategi togs fram som innebär fokus på långsiktiga investeringar i onoterade bolag genom två huvudtyper av investeringar: direkta investeringar i mer mogna och kassaflödespositiva bolag på den svenska marknaden och investeringar i fonder på den nordiska marknaden som investerar både i tidiga och mer mogna investeringsfaser. Fondens mål är att kunna skapa ett affärsflöde och en kompetensöverföring mellan de två typerna av investeringar.
- En ny organisation utvecklades där de två affärsområdena Företagsinvesteringar och Fondinvesteringar ersätter den gamla strukturen med sju affärsområden. Fyra kommittéer införs också för att säkerställa god balans mellan investeringar och riskhantering i fondens verksamhet. Fonden genomförde flera nyrekryteringar och ett antal personer lämnade fonden under 2011.
- Ett nytt långsiktigt avkastningsmål för hela fonden togs fram. Det nya målet införs 2012 och definieras som SHB Nordix All-Share Portfolio Index plus 2,5%. Det nya målet kan jämföras med fondens gamla mål som uppgick till reporäntan plus en riskpremie på 4,5%. För perioden 2003-2011 uppgick det gamla målet till 6,7% per år och det nya målet till 13,0% per år.

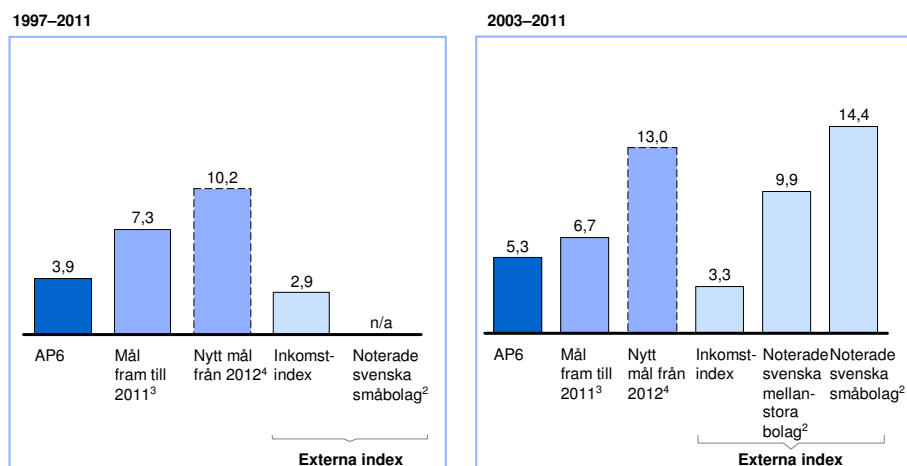
I och med dessa förändringar har fondens nya ledning satt riktlinjerna för fondens verksamhet framåt och nästa steg för fonden under 2012 är att detaljera den nya strategin och påbörja implementeringen (till exempel vilka typer av investeringar fonden ska fokusera på och hur fonden ska skapa mervärde jämfört med konkurrenterna per affärsområde).

Fondens kapital uppgick vid utgången av 2011 till totalt SEK 18,5 miljarder, varav SEK 17,3 miljarder var investerat i fondens investeringsverksamhet och SEK 1,2 miljarder låg i fondens likviditetsportfölj. Sjätte AP-fondens totala kapital har 1997-2011 vuxit med SEK 8,1 miljarder, vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 3,9% per år. Under perioden 2003-2011, då en majoritet av fondkapitalet har varit investerat i fondens investeringsverksamhet, har Sjätte AP-fondens avkastning efter kostnader varit 5,3% per år. Det är lägre än fondens avkastningsmål som gällde fram till och med 2011 och flera externa aktiemarknadsindex för medelstora och små svenska bolag. Det är också väsentligt lägre än fondens nya avkastningsmål som gäller från och med 2012. Fondens avkastning var dock högre än inkomstindex (Bild 12).

## Bild 12

### Resultat Sjätte AP-fondens totala portfölj 1997–2011

Genomsnittlig årlig avkastning<sup>1</sup> efter totala kostnader; Procent



<sup>1</sup> Nettoavkastning delat på ingående kapital

<sup>2</sup> Total return MSCI Swedish Small Cap (för svenska småbolag) och MSCI Mid Cap (för svenska mellanstora bolag)

<sup>3</sup> Långsiktigt avkastningsmål sedan 2003: 4,5% plus reporänta. Före 2003 var målet ett börsindex. Under 1997-2011 var reporäntan 2,20% per år

<sup>4</sup> Nytt avkastningsmål applicerat på AP6 historik. Under 2011 har nya högre avkastningsmål satts upp för fonden som utgår av SHB Nordix All-Share + riskpremie om 250 bps baserat på fondens riskprofil och kassaallokering under perioden

KÄLLA: Sjätte AP-fonden; Datastream; McKinsey-analys

Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet genererade under perioden 2003-2011 en avkastning efter kostnader på 7,0% per år (Bild 49, Kapitel 8). Fondens avkastning i investeringsverksamheten är i hög grad driven av marknadssegmentet mogna bolag, som genererade 16,5% avkastning per år 2003-2011, medan expansionsbolag och noterade småbolag genererade -16,0% respektive 10,5%<sup>1</sup> avkastning per år 2003-2011. Avkastningen på expansionsbolag påverkas i hög utsträckning av nedskrivning av värdet på fondens expansionsbolagsportfölj 2011. Jämfört med fondens nya avkastningsmål som gäller från 2012 överträffade segmenten mogna bolag och noterade småbolag målen.

Fondens kostnader under 2003-2011 har varierat mellan SEK 130 och 180 miljoner per år (0,74%-1,40% av förvaltat kapital per år). 2011 uppgick fondens kostnader till SEK 143 miljoner (0,74%).

□ □ □

Sjätte AP-fonden har historiskt genererat en avkastning som är lägre än sina mål och olika externa marknadsreferenser som bedöms vara relevanta för verksamheten. Förändringarna i strategisk inriktning och organisation som Sjätte AP-fonden beslutat under 2011 bedöms adressera flera av de frågeställningar som identifierades i

<sup>1</sup> Noterade småbolag introducerades i portföljen vid utgången av 2005

fördjupningsområdet om Sjätte AP-fonden i förra årets utvärdering. Den nya inriktningen bedöms syfta till att investeringsstrategin ska bli mer fokuserad och fondens nya avkastningsmål bedöms vara mer lämpligt. Det blir viktigt att fonden under 2012 detaljerar och börjar implementera den nya strategiska inriktningen framgångsrikt. Frågeställningen som i förra årets utvärdering identifierades kring Sjätte AP-fondens uppdrag och placeringsregler är riktad på fondens uppdragsgivare och ligger inom ramen för den statliga utredningen om AP-fondernas regelverk genomförs under 2012.

Baserat på årets grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fondens verksamhet och de förändringar som fonden börjat genomföra under 2011 har två frågor identifierats som bedöms viktiga för att fortsätta utveckla fondens verksamhet inom ramen för dagens uppdrag:

- **Vad bör Sjätte AP-fondens strategi för direkta företagsinvesteringar vara för att säkerställa att fonden är maximalt konkurrenskraftig framåt?** När fonden framåt ska detaljera och implementera den nya strategiska inriktningen bedöms en nyckelfråga vara hur Sjätte AP-fonden ska positionera sig för att vara maximalt framgångsrik i direkta företagsinvesteringar i mogna svenska bolag på en marknad som karaktäriseras av hög konkurrens. En direktinvestering riskkapitalinvestering kan prestera bättre än sina konkurrenter bland annat genom att ha tillgång till investeringar som andra investerare inte har, attrahera den bästa kompetensen till investeringsorganisationen, företagsledningarna och styrelserna i sina portföljbolag samt utveckla ledande arbetssätt för att utvärdera nya investeringar och stödja sina portföljbolag i värdeskapandet. En bedömning av fondens möjligheter att bli ledande inom dessa områden bedöms viktig för att styra fondens framtida strategi för direktinvesteringar, till exempel avseende fondens relativa fokus på företagsinvesteringar jämfört med fondinvesteringar och vilka samarbetspartners fonden bör söka för direkta företagsinvesteringar.
- **Hur bör Sjätte AP-fonden operationalisera sitt nya avkastningsmål när det införs 2012?** Vid implementering av fondens nya avkastningsmål bedöms det vara viktigt att detaljera hur fonden ska arbeta med avkastningsmål och uppföljning för olika typer av investeringar. En frågeställning är till exempel om fonden bör använda olika mål för olika typer av direktinvesteringar i mogna bolag och fondinvesteringar i mogna bolag och expansionsbolag för att reflektera olika riskprofiler. En annan frågeställning berör hur fonden bäst kan hantera uppföljningen av resultat för olika delar av portföljen, givet att det kommer ta lång tid innan fonden består av investeringar gjorda med på den nya strategin.

## **SJUNDE AP-FONDEN 2001-2011**

Sjunde AP-fonden är det statliga alternativet i premiepensionssystemet. Pensionsmedlen kommer från sparare som avstått från att välja fonder eller sparare som aktivt valt ett långsiktigt pensionssparande i statlig regi. Från maj 2010 har Sjunde AP-fonden på

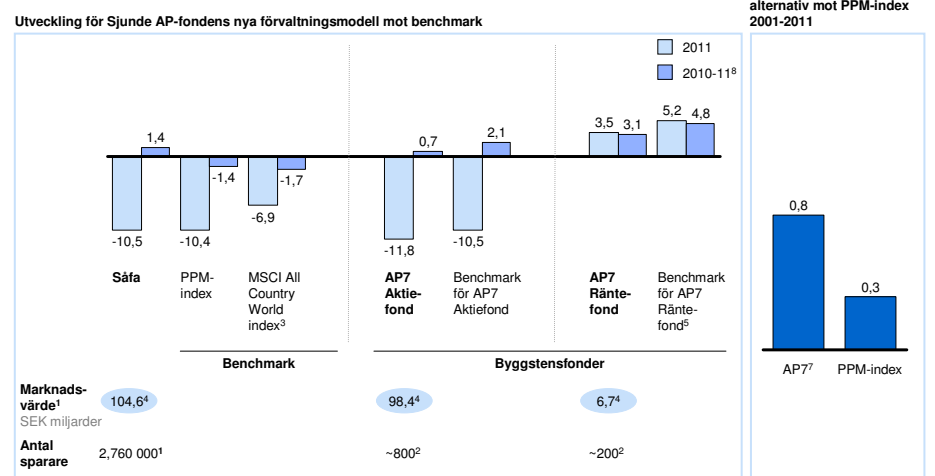
Riksdagens uppdrag förnyat det statliga erbjudandet i premiepensionssystemet med målsättningen att den sammanlagda statliga pensionen ska bli högre. I och med detta ersattes Premiesparfonden och Premievals-fonden av Sjunde AP-fondens så kallade byggstensfonder AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Sex nya produkter lanserades, varav AP7 Såfa<sup>1</sup> är förvalsalternativet för dem som inte aktivt väljer en förvaltare i premiepensionssystemet. De övriga fem produkterna (liksom Såfan) kan väljas i konkurrens med premiepensionssystemets övriga ~800 fonder. Målet för AP7 Såfa är att generera en avkastning som överstiger PPM-index<sup>2</sup> och målet för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond är att slå sina respektive jämförelseindex.

Under 2011 har Sjunde AP-fonden genomfört flera förändringar. Fonden rekryterade en ny senior risk manager för att öka fondens fokus på riskhantering samt en ny chefsstrateg med ansvar för taktisk allokering och den dynamiska hävstången. Fonden beslutade också att reducera VDs mandat för den dynamiska hävstången i AP7 Aktiefond från bandbredden 100-170% till 140-160% (+/-10% från den långsiktiga strategiska inriktningen på 150%). Fonden introducerade också en ny kommunikationsstrategi med ökat fokus på information till spararna, framförallt om förvalsalternativet.

Bild 13

### Utveckling för Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell 24 maj 2010 – 31 dec 2011 och ickevalsalternativet 2001-2011

Årlig avkastning; Procent



<sup>1</sup> 31 december 2011; <sup>2</sup> 31 december 2010. Avser de sparare som aktivt valt att investera hela eller delar av sin portfölj i en av byggstensfonderna (investeringar via Såfa och statens fondportföljer ej inkluderade); <sup>3</sup> i SEK men ej valutasäkrat; <sup>4</sup> Övrigt kapital investerat via Försiktig, Balanserad och Offensiv; <sup>5</sup> HMSC13 för 2010 och HMT74 för 2011; <sup>6</sup> AP7:s benchmark för AP7 Aktiefond kommer ett normalt bestå av 1 x MSCI ACWI (i SEK) + 0,5 x MSCI ACWI (i USD). För 2010 är benchmark anpassat för hävstångens successiva uppbyggnad under året. <sup>7</sup> Utgår av PSF jan 2001-maj 2010 och Såfa maj 2010- dec 2011; <sup>8</sup> 24 maj 2010 – 31 dec 2011

KÄLLA: Sjunde AP-fonden, AP7 Årsredovisning; McKinsey-analys

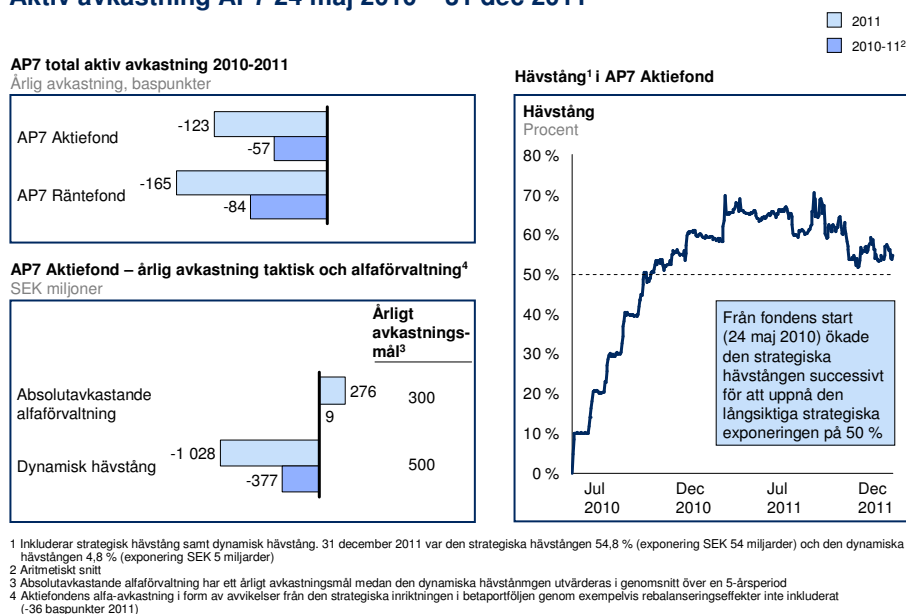
<sup>1</sup> Såfa står för Statens Årskullförvaltningsinitiativ. Statens icke-valsalternativ var fram till maj 2010 Sjunde AP-fondens Premiesparfond. Såfan kan också aktivt väljas

<sup>2</sup> Definieras som den genomsnittliga fondavkastningen i premiepensionssystemet

Sjunde AP-fonden förvaltade vid slutet av 2011 26,7% av totala premiepensionssystemets kapital, vilket motsvarar SEK 105 miljarder. Under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011 genererade förvalsalternativet Såfa i genomsnitt en avkastning på 1,4% per år, medan PPM-index hade en genomsnittlig avkastning på -1,4% per år. 2011 var avkastningen på Såfa -10,5%, jämfört med -10,4% för PPM-index. Under hela perioden 2001-2011 har därmed Sjunde AP-fondens ickevalsalternativ<sup>1</sup> i genomsnitt avkastat 0,5 procentenheter mer än PPM-index per år. Sjunde AP-fondens två byggstensfonder AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond har båda genererat en lägre avkastning än sina respektive jämförelseindex under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011 (Bild 13).

Bild 14

### Aktiv avkastning AP7 24 maj 2010 – 31 dec 2011



1 Inkluderar strategisk hävstång samt dynamisk hävstång. 31 december 2011 var den strategiska hävstången 54,8 % (exponering SEK 54 miljarder) och den dynamiska hävstången 4,8 % (exponering SEK 5 miljarder)  
2 Aritmetiskt snitt  
3 Absolutavkastande alfaförvaltning har ett årligt avkastningsmål medan den dynamiska hävstången utvärderas i genomsnitt över en 5-årsperiod  
4 Aktiefondens alfa-avkastning i form av avvikelser från den strategiska inriktningen i betaportföljen genom exempelvis rebalanseringseffekter inte inkluderat (-36 baspunkter 2011)

KÄLLA: Sjunde AP-fonden; McKinsey-analys

Den aktiva avkastningen 2011 för Sjunde AP-fondens Aktiefond respektive Räntefond var -123 och -165 baspunkter, vilket betyder -57 respektive -84 baspunkter per år för perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011. De två främsta källorna till den aktiva avkastningen i AP7 aktiefond under 2011 var den absolutavkastande alfaförvaltningen och den dynamiska hävstången, vilka avkastade SEK 276 miljoner respektive SEK -1 028 miljoner under 2011. Det är under fondens avkastningsmål för aktiv förvaltning. Fondens mål för den absolutavkastande alfaförvaltningen är SEK 300 miljoner per år och för den dynamiska hävstången i genomsnitt SEK 500 miljoner per år över fem år.

<sup>1</sup> Premiesparfonden jan 2001-maj 2010 och Såfa maj 2010- dec 2011

Kostnader (inklusive courtage)<sup>1</sup> som andel av genomsnittligt kapital uppgick 2011<sup>2</sup> till 0,28% för AP7 Aktiefond (0,24% 2010) och 0,09% för AP7 Räntefond (0,09% 2010). Förvaltningsavgiften för AP7 Aktiefond respektive AP7 Räntefond uppgick 2011 till 0,15% respektive 0,09% av fondens förmögenhet. Genomsnittlig förvaltningsavgift hos de 778 fonder som ingick i PPM-systemet 31 december 2011 var 0,30%<sup>3</sup>.

□ □ □

2011 var det första helåret som Sjunde AP-fonden bedrev sin nya förvaltningsmodell och fonden har fortsatt utveckla modellen. Sedan starten 2001 har fondens ickevalsalternativ genererat en högre avkastning än PPM-index till en lägre genomsnittlig förvaltningsavgift. Baserat på årets grundläggande utvärdering bedöms följande frågeställningar vara viktiga att diskutera för att utveckla fondens verksamhet framåt:

- **Vad är rätt strategi för Sjunde AP-fonden framåt avseende aktiv förvaltning?**  
Sjunde AP-fonden har under de senaste åren förändrat sin modell för aktiv aktieförvaltning från traditionell förvaltning med ”long-only” mandat till en modell med två komponenter: en absolutavkastande alfa-förvaltning och en dynamisk hävstång. Som redovisats i tidigare års utvärderingar skapade fonden med den gamla modellen negativ aktiv avkastning 8 av 10 år under perioden 2001-2010 och sedan den nya modellen infördes i maj 2010 har fonden fortsatt generera negativ aktiv avkastning, drivet av resultaten från den dynamiska hävstången. Mot den bakgrunden bedöms en frågeställning vara om Sjunde AP-fonden har förutsättningar att framåt generera tillfredställande aktiv avkastning med den nya modellen och i vilken utsträckning och i vilken form den aktiva förvaltningen bör bedrivas framåt.
- **Kan Sjunde AP-fonden fortsätta utveckla kommunikationen kring den nya förvaltningsmodellen?** Under 2011 introducerade fonden en ny kommunikationsstrategi med ökat fokus på information till spararna, framförallt om fondens förvalsalternativ Såfa. I och med detta beslutade fonden också att förstärka kompetensen och lyfta in ansvaret för kommunikationen i organisationen som tidigare hanterades det med hjälp av en extern konsult. Fondens ickevalsalternativ har genererat högre avkastning än PPM-index och haft lägre kostnader än den genomsnittliga fonden i premiepensionssystemet. Samtidigt bedöms fondens produkter vara relativt svåra att förstå för en pensionssparare (till exempel den dynamiska hävstången och åldersförvaltningen) och inte mer än ca 16 000 pensionssparare har hittills valt någon av fondens produkter som erbjuds aktiva väljare. En frågeställning är om fonden ytterligare kan utveckla kommunikationen

<sup>1</sup> Inkluderar förvaltningskostnader och övriga transaktionsrelaterade avgifter (definierat som TKA, totalkostnadsandel)

<sup>2</sup> Avser perioden 24 maj till 31 december 2010

<sup>3</sup> Avser förvaltningsavgifter brutto (0,85%) samt rabatter (0,55%)



kring sina produkter. Det kan vara att tydliggöra hur de är utformade, till exempel kring Såfas komposition och riskprofil jämfört med andra fonder i premiepensionssystemet för att säkerställa god transparens och förståelse bland pensionsspararna. Det kan också vara att kommunicera mer till aktiva väljare genom att utnyttja fondens relativt goda avkastning och låga förvaltningskostnader jämfört med de privata fonderna i premiepensionssystemet.

## 4. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Första AP-fondens verksamhet 2011. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2011 och den totala avkastningen samt värdet av strategiska beslut och aktiv förvaltning 2001<sup>1</sup>-2011.

### FÖRSTA AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2011

Första AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Styrelsen har satt ett nominellt totalavkastningsmål på 5,5% efter kostnader mätt över en rullande femårsperiod. Fonden har inget uttalat avkastningsmål för sin aktiva förvaltning utan ser den aktiva förvaltningen som en del av fondens strategi att skapa en hög totalavkastning till låg risk.

Första AP-fonden har under 2011 fortsatt att utveckla sin nya förvaltningsmodell som infördes 2009-2010 och gjorde under året en översyn av förvaltningsorganisationen och nya beslutsprocesser. Förvaltningsorganisationen delas in i tillgångsallokering och fyra förvaltningsenheter: Exponering, Aktieförvaltning, Ränte- och valutaförvaltning samt Extern förvaltning. För att samordna förvaltningen har fonden infört en CIO<sup>2</sup>-roll som för närvarande innehas av VD. I den nya organisationen tas beslut om förvaltningsstrategier i en Portföljgrupp som består av CIO, chefen för fondens tillgångsallokering och ansvariga för fondens fyra enheter i kapitalförvaltningen. Syftet med de nya arbetssätten är att bidra till tydligare ansvarsområden, mer strukturerade processer och mer motiverade medarbetare. Vid utgången av 2011 hade organisationen 46 anställda varav 20 inom förvaltningen. År 2010 hade fonden 44 anställda varav 20 inom förvaltningen (Bild 15).

Investeringsfilosofin i fondens förvaltningsmodell bygger på ledorden helhetssyn, långsiktighet, uthållighet, fundamental analys och intern förvaltning (Bild 16). Den nya förvaltningsmodellen fokuserar på absolut avkastning snarare än relativ avkastning. En av grundtankarna med fondens förvaltningsmodell är att göra förvaltningen mer dynamisk för att kunna anpassa allokeringen efter förändringar på marknaderna och på så sätt agera snabbare för att ta vara på avkastningsmöjligheter och hantera risker allt i syfte att uppnå en robustare portfölj.

<sup>1</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>2</sup> Chief Investment Officer, dvs fondens investeringschef

Bild 15

Beskrivning av Första AP-fonden 2011

■ Aktier ■ Räntebärande tillgångar □ Alternativa tillgångar

**Uppdrag och mål**

**Uppdrag**

- Fungera som buffert i pensionssystemet
- Maximera avkastningen till låg risk för pensionssystemet
- Inte ta närings- eller ekonomiskpolitisk hänsyn
- Ta hänsyn till etik och miljö i placeringsverksamheten utan att göra avkall på det övergripande målet om hög avkastning

**Mål**

- Genomsnittlig avkastning efter kostnader på 5,5 procent per år mätt över en rullande femårsperiod på den totala portföljen

**Förvaltningsstrategi**

- Investeringsfilosofin bygger på ledorden helhetssyn, lång placeringshorisont, fundamental analys och intern kompetens med fokus på en robustare portfölj, som bättre tål scenarier av högre inflation och lägre tillväxt, och totalavkastning
- Fonden arbetar med en strategisk vy som bryts ned i olika tidshorisonter
  - Strategisk inriktning (5 års sikt) – långsiktig strategisk inriktning
  - Planeringsportfölj (1-1,5 års sikt) – konkret strategisk inriktning som anger styrningen av den existerande portföljen
  - Interna och externa mandat (löpande) – används av VD för att styra förvaltningen
- Baserat på strategiska inriktningen och planeringsportföljen ger styrelsen ett riskmandat till VD
  - Riskmandatet är uttryckt som ett allokeringsmandat runt den faktiska portföljen och planeringsportföljen samt avvikelser inom tillgångslag från planeringsportföljens index
- Förvaltningen av kapital sker internt och externt med absoluta och relativa mandat

**Marknadsvärde per tillgångslag 31 december 2011'**  
100% = SEK 213 miljarder

**Organisation**

- 46 anställda 2011 (44 år 2010) varav 20 (20 år 2010) i förvaltningen

```

graph TD
    VD[VD] --- Compliance
    VD --- Kom[Kommunikation & ägarstyrning]
    VD --- HR
    VD --- Till[Tillgångs-allokering]
    Till --- AF[Affärschef CIO]
    Till --- AFst[Affärsstöd]
    AF --- Exp[Exponering]
    AF --- Akt[Aktieförvaltning]
    AF --- Rav[Ränte- och valuta förvaltning]
    AF --- Ext[Extern förvaltning]
    AF --- IT
    AFst --- Jur[Juridik]
    AFst --- BO[Back office & ekonomi]
    AFst --- MO[Middle office]
    
```

1 Skiljer sig aningen från den faktiska exponeringen, exempelvis exponeringen mot svenska aktier var 12,6% mot 12,4% som var faktiska andelen  
KÄLLA: Första AP-fonden

Bild 16

Första AP-fondens förvaltningsmodell 2011

**Investeringsfilosofi**

**Lång placeringshorisont och helhetssyn genomsynar verksamheten**

**En lång placeringshorisont kräver uthållighet**

- Analys och framförhållning är en förutsättning för proaktivt agerande
- En robust portfölj underlättar långsiktigt agerande

**Investeringarna styrs av fundamental analys**

- Förväntad avkastning och fondens riskprofil är viktigt

**Intern förvaltning utgör basen för fondens verksamhet**

- Självständig och oberoende analys
- Tydliga ansvar och mål. Beslut fattas av individer
- Extern förvaltning är ett komplement

**Förvaltningsmodellens byggpelare**

**Lång sikt – Strategisk inriktning**  
~ 5 års sikt

- Den strategiska inriktningen tar avstamp i ALM-analysen (~ 40 års sikt) och utgör de två första stegen i strategiprocessen:
  - ALM-analys fördjupas genom att tillgångslag som inte har kontinuerliga marknadspriser modelleras för optimering i jämvikt
  - En konjunkturell analys genomförs
- De två perspektiven sammanvägs sedan i den strategiska inriktningen som sätts samman av Portföljgruppen som sedan beslutas av styrelsen
- Utvärderas en gång per år och anger inriktningen för Planeringsportföljen

**Medelfristig sikt – Planeringsportföljen**  
1-1,5 års sikt

- Planeringsportföljen är den medelfristiga portföljen som anger inriktningen för förvaltningen
  - Portföljen visar prognosen för önskad portfölj om 1-1,5 år
  - Planeringsportföljen baseras på strategiprocessens två första steg samt en bedömning om möjlig implementering (hänsyn tas till marknadspriser, likviditet, kostnader och andra restriktioner för allokering av portföljen)
- Fastställs i Portföljgruppen årligen, eller vid behov, och används för att röra sig mot den strategiska inriktningen
- Utifrån den strategiska inriktningen och Planeringsportföljen ger styrelsen ett riskmandat till VD. Planeringsportföljen används som indexportfölj vid styrelserapportering för riskuppföljning

**Kort sikt – beslutsprocessen**  
1-3 månaders sikt

- CIO och chefen för tillgångsallokering styr förvaltningen med interna och externa mandat som berör strategisk allokering, strategisk förvaltning och operativ förvaltning. Affärsansvarig beslutar om strategi i portföljgruppen efter en bred beredningsprocess i organisationen
  - Strategisk allokering: beslut om tillgångsfördelningen mellan aktier, räntor och alternativa tillgångar samt storleken på valutaexponeringen och portföljens duration
  - Strategisk förvaltning: beslut om allokeringen, strategier och förvaltningsformer inom respektive tillgångslag
  - Operativ förvaltning: beslut i den faktiska förvaltningen i förhållande till valda strategier

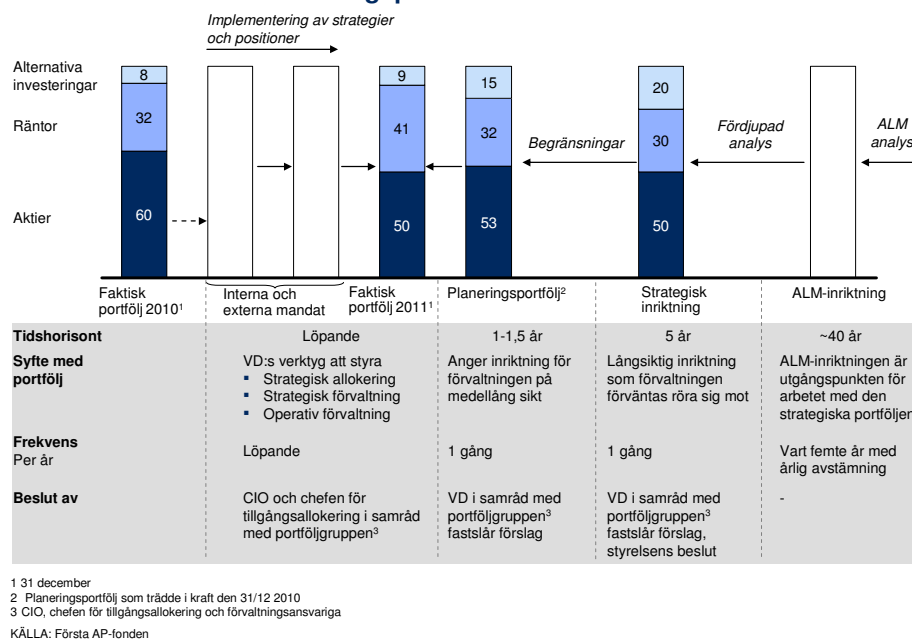
**Utvärdering**

- För att beskriva portföljens resultat sker en utvärdering på flera nivåer med olika tidshorisonter
  - Totala portföljen i förhållande till mål, inkomstindex, världsmarknadsindex och jämförbara kapitalförvaltare, utvärderingshorisont 5-10 år
  - Totala portföljen i förhållande till möjliga portföljer inom VD:s riskmandat, utvärderingshorisont 3-5 år (mål vara inom toppkvartilen av möjliga portföljer<sup>2</sup>)
  - Portföljbeslut uppdelat på strategi allokering, strategi förvaltning och operativ förvaltning, tidshorisont 3-5 år
  - Affärsenheters förvaltning i förhållande till utfärdade mandat, utvärderingshorisont 3-5 år

1 Investeringsledningen har ersatt strategikommittén och består av VD samt cheferna för Externförvaltning och Allokeringensheten  
2 Beräknade med hjälp av Monte Carlo simuleringar  
KÄLLA: Första AP-fonden

Fondens förvaltningsmodell består av tre delar som under 2011 har vidareutvecklats (Bild 17).

## Första AP-fondens investeringsprocess 2011



Förvaltningsmodellen utgår från fondens Strategiska inriktning som sätts på 5 års sikt och som väger samman fondens långsiktiga ALM-analys<sup>1</sup> och en konjunkturrell analys. Baserat på den Strategiska inriktningen tar fonden fram en Planeringsportfölj. Planeringsportföljen är fondens medelfristiga portfölj och anger inriktningen för förvaltningen på 1 till 1,5 år sikt i syfte att röra portföljallokeringen mot den strategiska inriktningen. Planeringsportföljen fastställs årligen (eller vid behov) av fondens Portföljgrupp och baseras på fondens investeringsprocess samt en bedömning om möjlig implementering där hänsyn tas till marknadspriser, likviditet, kostnader och andra restriktioner för allokering av portföljen. Utifrån den Strategiska inriktningen och Planeringsportföljen ger styrelsen ett riskmandat<sup>2</sup> till VD och Planeringsportföljen används som indexportfölj vid styrelserapportering för riskuppföljning. Det tredje steget i fondens förvaltningsmodell är beslutsprocessen där fondens CIO och chefen för tillgångsallokering inom ramen för VD:s mandat styr och leder den strategiska allokering och förvaltningen med interna och externa mandat i tre nivåer: 1) strategisk allokering genom beslut om tillgångsfördelningen mellan aktier, räntebärande tillgångar och alternativa tillgångar samt storleken på valutaexponeringen och portföljens duration, 2) strategisk förvaltning genom beslut om allokeringen, strategier och förvaltningsformer inom respektive tillgångsslag och 3) operativ förvaltning genom beslut i den faktiska

<sup>1</sup> Asset Liability Modelling-analys: handlar om att hitta den kombination av finansiella tillgångar som bäst matchar de pensionsutbetalningar fonden kommer behöva göra över tid. Analyshorisonten är därför mycket lång, upp till 40 år.

<sup>2</sup> Bandbredd för aktier 50-61%, räntor 30-45%, alternativa investeringar 5-16%, valuta 18-28%

förvaltningen i förhållande till valda strategier. Affärsansvariga för enheterna i förvaltningsorganisationen beslutar om investeringsstrategierna i Portföljgruppen efter en bred beredningsprocess i organisationen.

Fonden utvärderar från och med 2011 sin avkastning på flera nivåer med olika tidshorisonter. Den totala portföljen följs upp mot fondens långsiktiga avkastningsmål, inkomstindex, världsmarknadsindex<sup>1</sup> och jämförbara kapitalförvaltare med en utvärderingshorisont på 5-10 år. Den totala portföljens utveckling utvärderas också mot möjliga portföljer inom VD:s riskmandat med en utvärderingshorisont på 3-5 år. Det här görs med hjälp av Monte Carlo-simuleringar och fondens mål är att vara i toppkvartilen av de möjliga portföljerna. De enskilda portföljbesluten följs också upp genom en uppdelning på strategisk allokering, strategisk förvaltning och operativ förvaltning med en tidshorisont på 3-5 år. Slutligen följs de enskilda affärsenheternas förvaltning upp i förhållande till utfärdade mandat (utvärderingshorisont på 3-5 år).

Andra viktiga förändringar som Första AP-fonden genomförde under 2011 inkluderar:

- Fonden gjorde relativt stora dynamiska allokeringar mellan aktier och räntor, förändringar av valutaexponering samt införande av alternativa betastrategier inom aktier. Merparten av VD:s riskmandat utnyttjades under året.
- Fonden ökade under året ambitionen inom alternativa investeringar väsentligt. Den strategiska inriktningen höjdes till 20% och vikten i planeringsportföljen till 15%. Den faktiska allokeringen till alternativa tillgångar ökade under 2011 från 7,8% till 9,3%. För hedgefonder genomförde fonden en upphandling med syftet att investera 5% av fondens kapital under 2012. Fonden genomförde också den största fastighetstransaktionen i Sverige 2011 genom förvärvet av fastighetsbolaget Willhem för SEK 7 miljarder. Vidare satte fonden upp ett nytt europeiskt fastighetsbolag (Cityhold Property) tillsammans med Andra AP-fonden, genomförde en beredning av investeringar i fastigheter i Kina och nyanställde en person till rollen som ansvarig för fastighetsinvesteringar. Fonden beslutade också att investera i jordbruksfastigheter i Australien och Nya Zeeland under första halvåret 2012. Inom riskkapital nyanställdes en person som ansvarig för riskkapitalinvesteringar med mandat att göra fondinvesteringar via externa fondinvestorare eller direkt i riskkapitalfonder.
- Fonden inledde under 2011 också ett strategiskt arbete inom aktieförvaltningen med syftet att skapa en robustare portfölj och att investera i ett färre antal bolag med antingen hög avkastningspotential och/eller positiv inverkan på investeringsportföljens riskprofil. För att uppnå detta planerar fonden att under 2012 dela in aktieförvaltningen i tre delar: traditionell förvaltning (aktieindexförvaltning), absolutavkastning (ej indexstyrd utan genom absoluta mandat) samt låg volatilitet (placering i enskilda aktier för att erhålla en lägre volatilitet på

<sup>1</sup> 60% aktier och 40% räntor

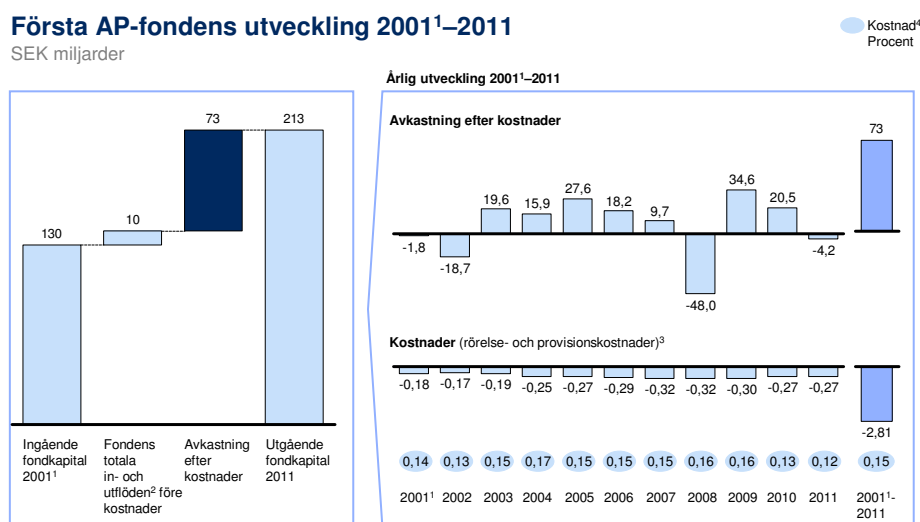
investeringsportföljen, exempelvis genom låg korrelation med andra investeringstillgångar). Fonden har en ambition att enbart investera i selektiva tillgångar för att få en effektivare hantering av ESG-frågor<sup>1</sup> samt uppnå en önskvärd avkastningsprofil i förhållande till en indexstyrd portfölj.

- Under sommaren 2011 fick fonden fem nya styrelseledamöter, inklusive ny styrelseordförande. Styrelsen har under hösten 2011 fortsatt arbetet med den strategiska inriktningen som främst har målet att skapa en robustare portfölj bland annat genom den ökade andelen alternativa investeringar och den nya förvaltningsmodellen för aktier.

## FÖRSTA AP-FONDENS RESULTAT 2001<sup>2</sup>-2011

Fondens totala kapital ökade 2001-2011 från SEK 130 miljarder till SEK 213 miljarder (Bild 18). Av ökningen på SEK 83 miljarder bidrog avkastning efter kostnader med SEK 73 miljarder. 2011 års avkastning var SEK -4,2 miljarder efter kostnader.

Bild 18



Fondens totala redovisade kostnader under perioden 2001-2011 var SEK 2,8 miljarder eller i genomsnitt 0,15% av kapitalet per år. 2011 uppgick fondens redovisade kostnader

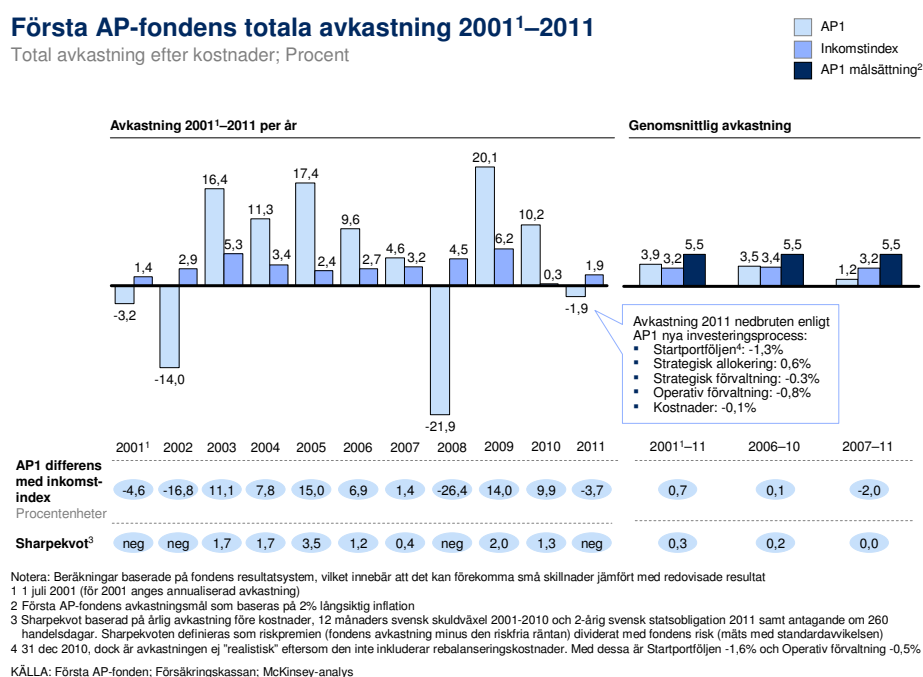
<sup>1</sup> Environmental, Social and Governance relaterade investeringsfrågor

<sup>2</sup> Avser 1 juli 2001

till SEK 0,27 miljarder eller 0,12% av kapitalet. Förvaltningskostnaderna bör dock inte enbart analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonden skapar<sup>1</sup>.

Första AP-fondens årliga avkastning var 3,9% efter kostnader under perioden 2001-2011, 3,5% under femårsperioden 2006-2010 och 1,2% under femårsperioden 2007-2011 (Bild 19). Fonden nådde därmed inte sitt avkastningsmål på 5,5% under någon av dessa perioder. Avkastningen översteg dock inkomstindex under perioden 2001-2011, men inte under senaste femårsperioden 2007-2011. En viktig bidragande orsak till att styrelsens målsättning inte nåddes var den negativa avkastningen på -21,9% under 2008.

Bild 19



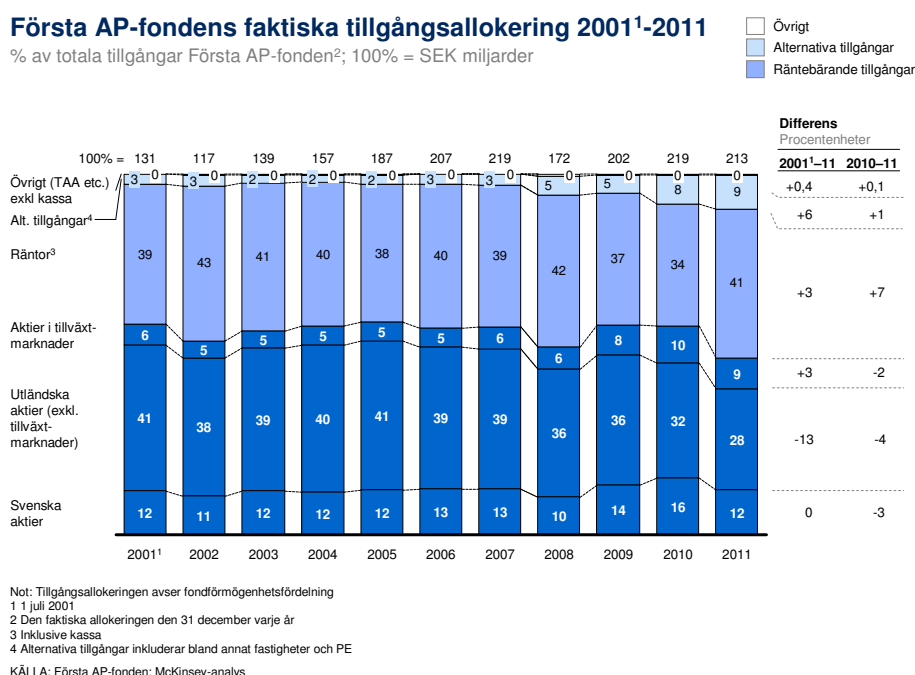
Till fondens totala avkastning 2011 på -1,9% bidrog fondens startportfölj vid årets början med en avkastning på -1,3%, strategisk allokering med 0,6%, strategisk förvaltning med -0,3% och operativ förvaltning med -0,8%. Startportföljen utgår från vad avkastningen hade varit om fonden hade haft samma allokering som den 31 december 2010 under hela 2011. Avkastningen från startportföljen är teoretisk eftersom den inte inkluderar de rebalanseringskostnader som skulle krävas för att hålla portföljen under året när omvärderingar sker i portföljen till följd av marknadsutvecklingen. Fonden estimerar att ombalanseringskostnaderna 2011 skulle ha uppgått till ungefär -0,3%. I en liknande nedbrytning av fondens totala avkastning 2011 avseende tillgångsslag bidrog svenska aktier med en avkastning på -2,0%, aktier i utvecklade länder -1,0%, aktier i

<sup>1</sup> En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden.

tillväxtmarknader -2,1%, räntor 2,6%, alternativa investeringar 0,8% samt allokering, kassa och valuta -0,1%. Enligt fondens beräkningar har investeringsportföljen blivit robustare med en sjunkande volatilitet från 9,8% till 8,9%, jämfört med ifall inga ändringar genomförts.

Första AP-fonden har under perioden 2001-2011 främst omallokerat kapital från utländska aktier (exklusive tillväxtmarknader) till alternativa tillgångar, räntor och aktier i tillväxtmarknader (Bild 20). Omallokeringen från svenska och utländska aktier (exklusive tillväxtmarknader) till räntor och alternativa tillgångar under 2011 var resultatet av flera aktiva beslut inom ramen för VD:s riskmandat.

Bild 20

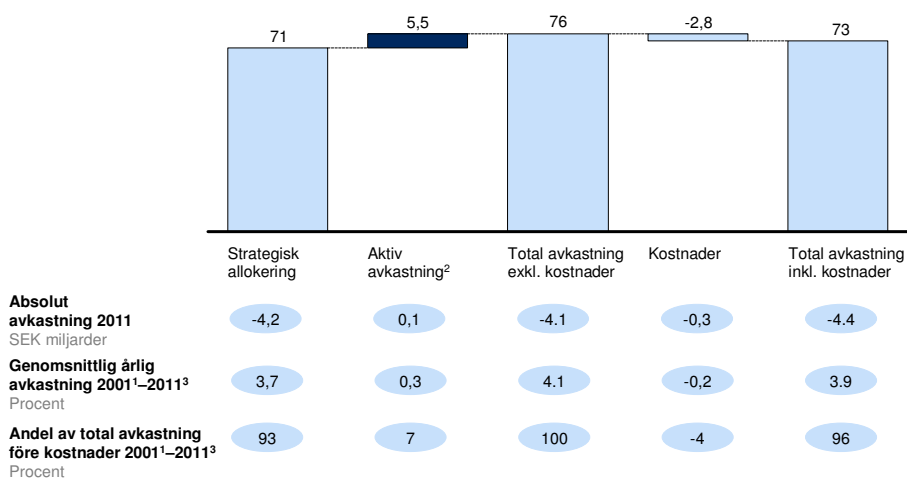


## VÄRDET AV STRATEGISKA BESLUT OCH AKTIV FÖRVALTNING 2001<sup>1</sup>-2011

En analys av de viktigaste källorna till Första AP-fondens avkastning visar att de strategiska besluten (långfristiga och medelfristiga beslut) 2001-2011 bidrog med SEK 71 miljarder (3,7% per år) och den aktiva förvaltningen med SEK 5,5 miljarder (0,3% per år) (Bild 21). Den strategiska allokeringen bidrog därmed med 93% av den totala avkastningen under samma period. Givet stora förändringar i fondens arbetsätt är det svårt att mäta och följa upp resultatet av fondens medelfristiga allokeringen över en längre tidsperiod.

<sup>1</sup> Avser 1 juli 2001



Nedbrytning av avkastningen för Första AP-fonden 2001<sup>1</sup>–2011Absolut avkastning 2001<sup>1</sup>–2011; SEK miljarder

1 1 juli 2001

2 1 och med fondens förändrade arbets sätt under 2009 räknas aktiv avkastning ut annorlunda för oktober 2009 och framåt. Aktiv avkastning definieras sedan dess som differensen mellan utvecklingen av portföljens olika mandat jämfört med index som är specifika på mandatnivå. Total aktiv avkastning för 2010 är summan av den aktiva avkastningen inom de olika mandat. Den aktiva avkastningen inkluderar ej vissa allokeringseffekter, som tidigare hänfördes till aktiv avkastning (utan inkluderar endast aktiv avkastning per givet mandat. Aktiv avkastning för 2011 har samma definition som 2010 med tillägget att indexval för 2011 ingår

3 Årlig avkastning baserat på geometrisk medelvärde av daglig procentuell avkastning

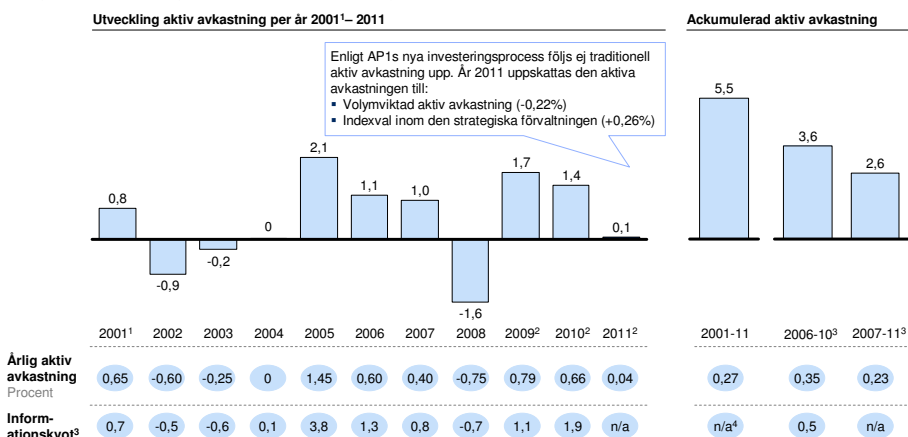
KÄLLA: Första AP-fonden; McKinsey-analys

Första AP-fonden ändrade från och med oktober 2009 sin definition av aktiv avkastning till att inkludera endast aktiv avkastning per mandat (och ej vissa allokeringseffekter som tidigare hänfördes till aktiv avkastning). Resultatet från den aktiva förvaltningen 2001<sup>1</sup>–2011 drivs av positiv avkastning under de senaste sju åren med undantag av 2008 (Bild 22).

Summan av resultaten för fondens aktiva mandat 2011 ger en total aktiv avkastning under året på SEK 0,1 miljarder (0,04%), vilket dels bestod i en volymviktad aktiv avkastning (absolutavkastande aktiva mandat) på -0,22% och indexval inom den strategiska förvaltningen (+0,26%). Fonden har inget avkastningsmål för aktiv avkastning på totalportföljensnivå, utan ser denna förvaltning som en del av fondens strategi att skapa en hög total avkastning till låg risk. Under de två senaste femårsperioderna har den ackumulerade aktiva avkastningen varit SEK 3,6 miljarder respektive SEK 2,6 miljarder för 2006-2010 och 2007-2011 eller 0,35% respektive 0,23% per år.

## Första AP-fondens aktiva avkastning 2001<sup>1</sup>–2011

Årlig aktiv avkastning<sup>2</sup> före kostnader; SEK miljarder



<sup>1</sup> 1 juli 2001

<sup>2</sup> För 2001 – sep. 2009 utgjordes aktiv avkastning av aktiv förvaltning inom tillgångsslag exkl. alternativa investeringar, aktiv avkastning från overlaymandat samt allokeringseffekter (allokerings effekter inkluderas ej från 2009 och framåt). Aktiv avkastning definieras från okt. 2009 som differensen mellan utvecklingen av portföljens olika mandat jämfört med index som är specifika på mandatrivå. Total aktiv avkastning 2010 är summan av den aktiva avkastningen inom de olika mandaten. Den aktiva avkastningen inkluderar ej vissa allokeringseffekter, som tidigare hänfördes till aktiv avkastning (utan inkluderar endast aktiv avkastning per givet mandat). Total aktiv avkastning 2011 inkluderar även indexval

<sup>3</sup> Annualiserad informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar. Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett

<sup>4</sup> 2001-10 var informationskvoten 0,4

KÄLLA: Första AP-fonden; McKinsey-analys

## 5. Grundläggande utvärdering av Andra AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Andra AP-fondens verksamhet 2011. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2011 och den totala avkastningen samt värdet av strategiska beslut och aktiv förvaltning 2001<sup>1</sup>-2011.

### ANDRA AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2011

Andra AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Styrelsen har gjort ett avkastningsantagande<sup>2</sup> för fonden att i genomsnitt uppnå en real avkastning på minst 5,0% per år på lång sikt (minst 10 år), varav 4,5% från den strategiska portföljen och 0,5% från aktiv avkastning.

Andra AP-fondens kapitalförvaltningsorganisation är indelad i sju enheter: Investeringsstrategi, Ränteförvaltning, Aktieförvaltning, Kvantitativ Förvaltning, Strategisk Exponering & Trading, Makro & Allokering samt Extern Förvaltning. Vid utgången av 2011 hade organisationen 58 anställda varav 31 inom förvaltningen. År 2010 hade fonden 54 anställda varav 27 inom förvaltningen (Bild 23).

Andra AP-fondens investeringsfilosofi utgår från att det finns två grundkällor till värdeskapande i finansiella tillgångsportföljer: systematisk exponering mot riskpremier och aktiv förvaltning (Bild 24). Fondens fokus ligger på långsiktiga beslut som implementeras genom den strategiska portföljen som har en tidshorisont på över 10 år (den underliggande ALM<sup>3</sup>-studien har en tidshorisont på 30 år). Beslut om förändringar i den strategiska portföljen tas av styrelsen. Styrelsen kan besluta om förändringar i den strategiska portföljen som i praktiken får en kortare placeringshorisont än ALM-modellen då förändrade marknadsförutsättningar motiverar förändringar även i det långsiktiga risktagandet. Dessa beslut särskiljs dock inte utan är den del av ett dynamiskt förhållningssätt till den strategiska portföljen.

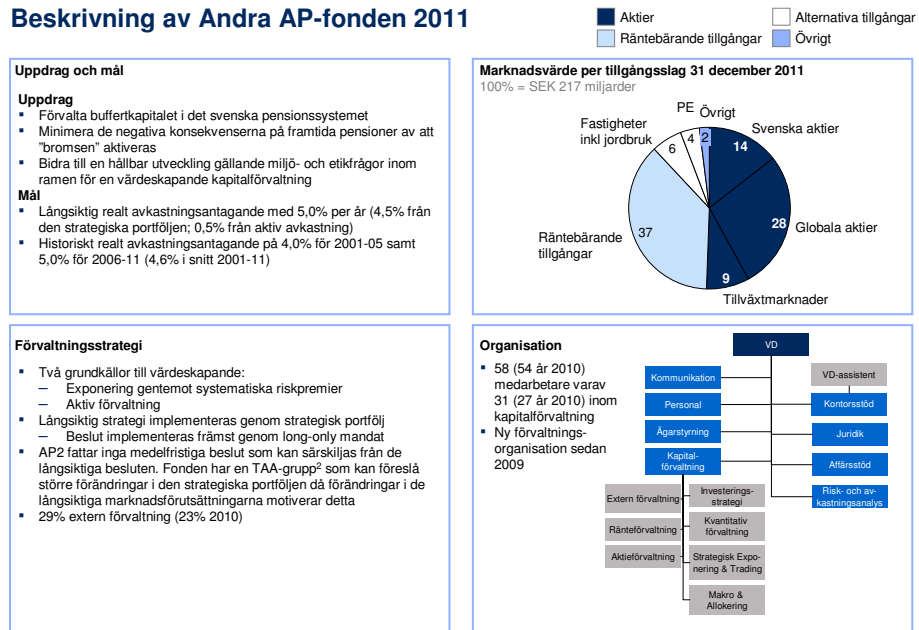
<sup>1</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>2</sup> Fonden arbetar med ett avkastningsantagande om 5% per år givet fondens mål att "minimera konsekvenserna av den automatiska balanseringen genom att skapa god avkastning på kapitalet"

<sup>3</sup> Asset Liability Modelling. Analysmodell för att fastställa fondens strategiska portfölj. Studien, som kontinuerligt revideras, syftar till att fastställa den optimala sammansättningen av fondens olika tillgångsslag som bäst motsvarar fondens långsiktiga åtaganden gentemot det svenska pensionskollektivet

Bild 23

## Beskrivning av Andra AP-fonden 2011



KÄLLA: Andra AP-fonden

Bild 24

## Andra AP-fondens förvaltningsmodell 2011



KÄLLA: Andra AP-fonden

Fondens TAA-grupp<sup>1</sup> (TAA – Tactical Asset Allocation) fattar beslut om taktiska positioner (på ~3-12 månaders sikt) inom ramen för den aktiva riskbudgeten. TAA-gruppens arbete kan också leda fram till förslag på förändringar i den strategiska portföljen om förändringar i de långsiktiga marknadsförutsättningarna bedöms motivera detta. Fonden utvärderar sina resultat utifrån två perspektiv. Den strategiska portföljen utvärderas på minst 10 års sikt med de avkastningsantaganden som ligger till grund för ALM-analysen. Den aktiva förvaltningen utvärderas med den strategiska portföljen som jämförelseindex.

Följande viktiga förändringar genomfördes av Andra AP-fonden under 2011:

- Fonden gjorde 2011 en av de mest omfattande förändringarna i den långsiktiga strategiska portföljen sedan starten 2001 genom att omallokera 4 procentenheter från svenska aktier och 3% från globala och svenska obligationer till aktier och obligationer i tillväxtmarknader. Fondens strategiska valutaexponering ökade från 9% till 18% under 2011.
- Fonden ökade också under 2011 sina åtaganden för framtida investeringar i reala tillgångar som skog, jordbruk och europeiska fastigheter. Vikten av alternativa tillgångar i den strategiska portföljen ändrades inte under året, men den faktiska allokeringen till alternativa investeringar ökade från 11% till 12%. Nya investeringar genomfördes bland annat genom två samägda investeringsbolag, ett samägt bolag med Första AP-fonden för investeringar i fastigheter i Europa (Cityhold Property) och ett samägt bolag med den amerikanska pensionsfonden TIAA-CREF för investeringar i jordbruksfastigheter. Nya bemanningsresurser tillfördes därför fondens investeringsområde Reala Investeringar.
- Fonden genomförde flera fördjupade uppföljningar av det ekonomiska och finansiella marknadsläget under året, men dessa bedömdes inte motivera några förändringar i den strategiska allokeringen.
- Fonden införde 2011 en ny rapporteringsstruktur till styrelsen med syftet att tydliggöra fondens risk- och resultatnivåer och hur olika förvaltningsbeslut påverkar fondens avkastning och risk.
- Fonden genomförde också flera förändringar i sin organisation. Fondens CFO<sup>2</sup> slutade och för att öka fokus på risk delades CFO-rollen upp i en roll för riskhantering (CRO<sup>3</sup>) och roll för administration (IT, ekonomi och affärskontroll). I samband med detta bildades också en ny riskkommitté i styrelsen, där VD och CRO ingår. Under året rekryterades fyra personer till förvaltningsorganisationen (Reala Tillgångar, Ränteförvaltning, Aktieanalys och Kvantanalys).

<sup>1</sup> Från och med 2010 betår TAA-gruppen av CIO, chefsstrateg, makroansvarig samt tillgångslagsansvariga

<sup>2</sup> Chief Financial Officer dvs. finanschef

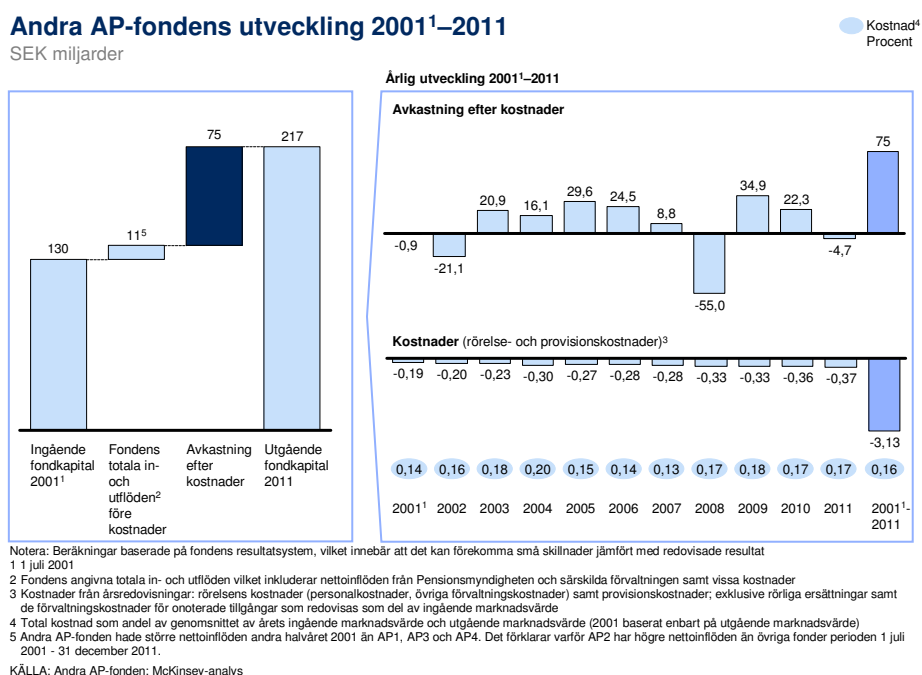
<sup>3</sup> Chief Risk Officer, dvs chef för riskhantering

## ANDRA AP-FONDENS RESULTAT 2001<sup>1</sup>-2011

Fondens totala kapital ökade 2001-2011 från SEK 130 miljarder till SEK 217 miljarder (Bild 25). Av ökningen på SEK 87 miljarder bidrog avkastning efter kostnader med SEK 75 miljarder. 2011 års avkastning var SEK -4,7 miljarder efter kostnader.

Fondens totala kostnader under perioden 2001-2011 uppgick till SEK 3,1 miljarder eller i genomsnitt 0,16% av fondens kapital. Fondens kostnader 2011 uppgick till SEK 0,37 miljarder eller 0,17% av fondens kapital, vilket är i linje med fondens kostnader 2010. Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar<sup>2</sup>.

Bild 25



Fondens årliga avkastning efter kostnader var 4,1% under perioden 2001-2011, 0,7% under femårsperioden 2007-2011 och 3,5% under femårsperioden 2006-2010 (Bild 26). Detta innebär att Andra AP-fonden inte nått upp till styrelsens långsiktiga avkastningsantagande under någon av dessa perioder. Fondens avkastning efter kostnader har varit högre än inkomstindex under perioden 2001-2011, men inte under senaste femårsperioden 2007-2011, i hög utsträckning drivet av 2008.

<sup>1</sup> Avser 1 juli 2001

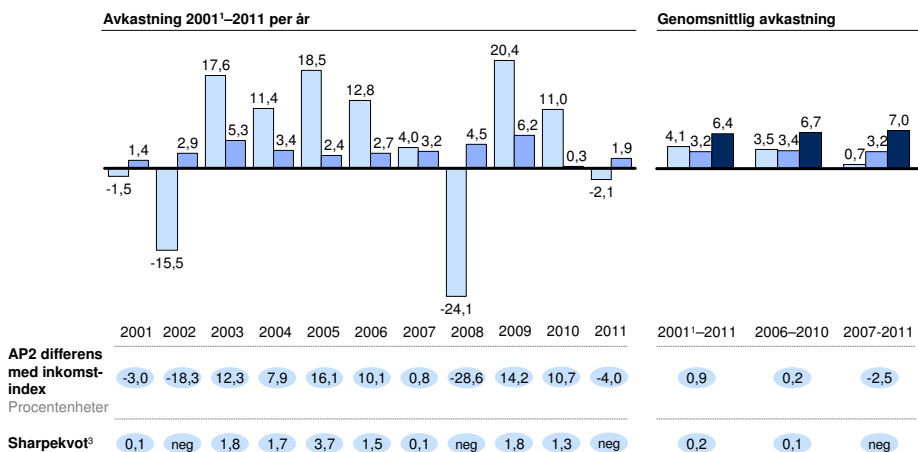
<sup>2</sup> En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden

Bild 26

### Andra AP-fondens totala avkastning 2001<sup>1</sup>–2011

Total avkastning efter kostnader; Procent

AP2  
Inkomstindex  
AP2 målsättning<sup>2</sup>



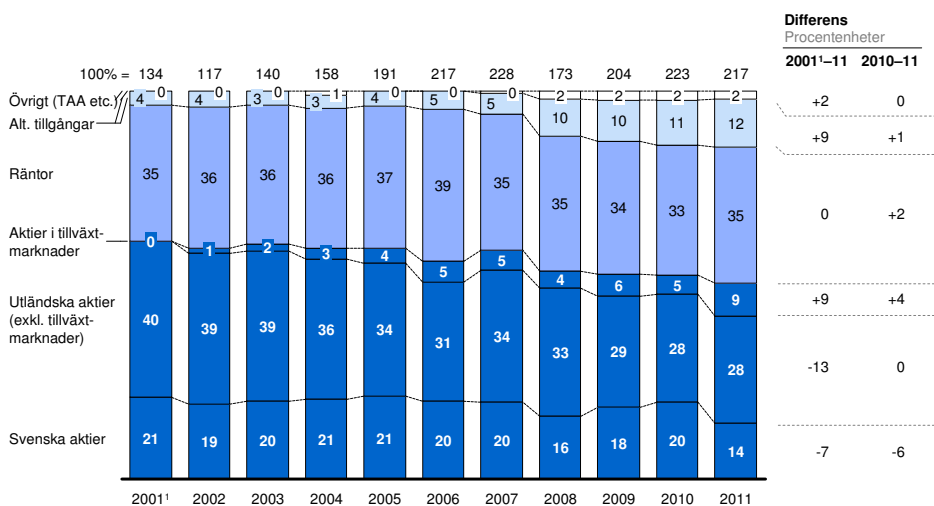
Notera: Beräkningar baserade på fondens resultatsystem, vilket innebär att det kan förekomma små skillnader jämfört med redovisade resultat  
<sup>1</sup> 1 juli 2001 (för 2001 anges annualiserad avkastning)  
<sup>2</sup> Andra AP-fondens genomsnittliga målsättning, 2011 var målsättningen 5% i real avkastning med 3% inflation och under 2001-2010 har målsättningen fluktuerat mellan 4,0 och 5,0% i real avkastning med genomsnittlig inflation på 1,6-1,7% (för inflationsberäkningen används årlig inflationstakt mätt månadsvis från SCB)  
<sup>3</sup> Sharpekvot baserad på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel 2001-2010 och 2-årig svensk statsobligation 2011 samt antagande om 260 handelsdagar. Sharpekvoten definieras som riskpremien (fondens avkastning minus den riskfria räntan) dividerat med fondens risk (mätts med standardavvikelsen)  
 KÄLLA: Andra AP-fonden; Försäkringskassan; SCB; McKinsey-analys

Bild 27

### Andra AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001<sup>1</sup>–2011

% av totala tillgångar Andra AP-fonden<sup>2</sup>; 100% = SEK miljarder

Övrigt  
Alternativa tillgångar  
Räntebärande tillgångar  
Aktier



<sup>1</sup> Avser 1 juli 2001  
<sup>2</sup> Den strategiska allokeringen den 31 december varje år  
 KÄLLA: Andra AP-fonden; McKinsey-analys

Till fondens totala avkastning 2011 på -2,1% bidrog svenska aktier med en avkastning på -2,2%, utländska aktier -3,4%, räntebärande tillgångar 2,7%, GTAA, overlay-mandat och hedge -0,4% samt alternativa investeringar 1,3%.

Andra AP-fonden har under perioden 2001-2011 i sin faktiska portfölj främst ökat andelen aktier i tillväxtmarknader och alternativa tillgångar och samtidigt minskat andelen utländska aktier (exklusive tillväxtmarknader) och svenska aktier (Bild 27). 2011 bidrog i hög utsträckning till den här utvecklingen främst genom att fonden under året minskade sin strategiska allokering till svenska aktier med 4 procentenheter samtidigt som fonden ökade allokeringen till aktier i tillväxtmarknader med 4 procentenheter.

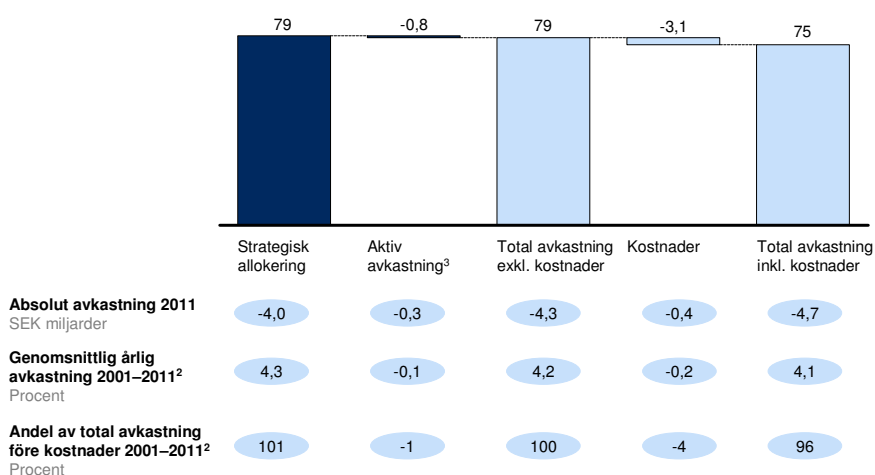
## VÄRDET AV STRATEGISKA BESLUT OCH AKTIV FÖRVALTNING 2001<sup>1</sup>-2011

En analys av de viktigaste källorna till Andra AP-fondens avkastning visar att de strategiska besluten sedan 2001 genererat SEK 79,4 miljarder och de aktiva besluten SEK -0,8 miljarder före kostnader (Bild 28). Den strategiska allokeringen har därav bidragit med mer än 100% av den totala avkastningen medan den aktiva förvaltningen har haft ett negativt bidrag till den totala avkastningen under tidsperioden. Det bör noteras att fondens strategiska portfölj sedan flera år varit exponerad mot alternativa index med målsättningen att över tiden fånga upp ett mervärde som traditionellt skapas inom ramen för aktiv förvaltning och dess avvikelser från traditionella marknadsviktade index. Det är därför svårt för fonden att mäta aktiv avkastning på ett traditionellt sätt. Under perioden fram till 2008 ingick också avkastningseffekter från fondens process att upprätthålla den strategiska portföljen i den aktiva avkastningen.

Bild 28

### Nedbrytning av avkastningen för Andra AP-fonden 2001–2011

Absolut avkastning 2001<sup>1</sup>–2011; SEK miljarder



<sup>1</sup> 1 juli 2001

<sup>2</sup> Årlig avkastning baserat på geometrisk medelvärde av daglig procentuell avkastning

<sup>3</sup> År 2009-2011 använder Andra AP-fonden en annan definition på rapporterad aktiv avkastning. Aktiv avkastning inkluderar då resultat för kapitallösa mandat och avvikelser från index, men ej bidrag från strategisk exponering

KÄLLA: Andra AP-fonden; McKinsey-analys

<sup>1</sup> Avser 1 juli 2001



Andra AP-fonden fattar inga medelfristiga beslut som kan särskiljas från de långsiktiga besluten. Fonden har en TAA-grupp som fattar taktiska beslut inom ramen för det aktiva riskmandatet och som kan föreslå större förändringar i den strategiska portföljen då förändringar i de långsiktiga marknadsförutsättningarna bedöms motivera detta.

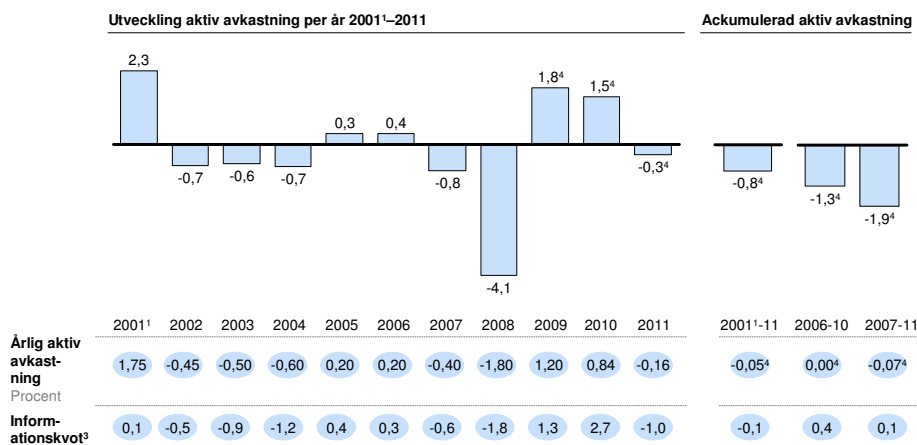
Andra AP-fondens aktiva avkastning om SEK -0,8 miljarder (i genomsnitt -0,1% per år) sedan 2001 förklaras främst av den negativa aktiva avkastningen om SEK -4,1 miljarder (-1,80%) 2008 (Bild 29). 2011 var dock bidraget från den aktiva förvaltningen också negativt med SEK -0,3 miljarder (-0,16%), vilket innebär att fonden inte nådde sitt mål för aktiv förvaltning på 0,5%. Under de två senaste femårsperioderna har den ackumulerade aktiva avkastningen varit negativ med resultat på SEK -1,3 miljarder respektive -1,9 miljarder (0,0% respektive -0,1% per år för perioderna 2006-2010 och 2007-2011).

Från och med 2009 särredovisar Andra AP-fonden resultateffekterna från implementering av den strategiska portföljen från den aktiva avkastningen. Det här innebär att fondens aktiva avkastning från 2009 inkluderar summan av avkastningen från fondens traditionella aktiva förvaltningsmandat gentemot jämförelseindex, inklusive avkastningen från fondens GTAA- och TAA-mandat<sup>1</sup>.

Bild 29

### Andra AP-fondens aktiva avkastning 2001<sup>1</sup>–2011

Årlig aktiv avkastning<sup>2,4</sup> före kostnader; SEK miljarder



1 1 juli 2001

2 Total aktiv avkastning för likvidportföljen, vilket utgörs av aktiv förvaltning inom tillgångslag (exkl. alternativa investeringar), aktiv avkastning från overlaymandat och allokerings effekter

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

4 År 2009 ändrade Andra AP-fonden definitionen på rapporterad aktiv avkastning. Inom aktiv avkastning från 2009 ingår resultat för kapitallösa mandat och avvikelser från index, men ej bidrag från strategisk exponering. Från 2009 och framåt redovisas aktiv avkastning endast på årsbasis (tidigare beräknades aktiv avkastning på dagsbasis). Detta påverkar jämförbarheten över tid och ger mindre exakta värden

KÄLLA: Andra AP-fonden; McKinsey-analys

<sup>1</sup> Global Tactical Asset Allocation (GTAA) samt Tactical Asset Allocation (TAA)

## 6. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Tredje AP-fondens verksamhet 2011. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2011 och den totala avkastningen samt värdet av strategiska beslut och aktiv förvaltning 2001<sup>1</sup>-2011.

### TREDJE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2011

Tredje AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Fondens styrelse har satt målsättningen att långsiktigt i genomsnitt uppnå en real avkastning om minst 4% per år. Inom ramen för detta mål ska absolutavkastande strategier (alfa-förvaltning) generera SEK 600 miljoner per år (med VaR på SEK 100-150 miljoner) och målet för beta-förvaltningen är att den ska vara kostnadseffektiv. VD har operationaliserat målet för beta-förvaltningen genom att förvaltningen ska ge en överavkastning på 0,05% över jämförelseindex. Fondens utvärderingshorisont för alfa- och betaförvaltningen är 3 år.

Vid utgången av 2011 hade organisationen 57 anställda varav 32 inom förvaltningen. År 2010 hade fonden 56 anställda varav 32 inom förvaltningen. Investeringsverksamheten är uppdelad på fem enheter: Strategisk allokering, Betaförvaltning, Alternativa investeringar, Alfaförvaltning och Extern förvaltning (Bild 30).

Tredje AP-fondens förvaltningsmodell introducerades 2010 och bygger på en investeringsfilosofi där risktagande, riskspridning, prognosförmåga och tidsdiversifiering är ledord och implementeras genom dynamisk allokering (DAA<sup>2</sup>). Syftet med modellen är att öka sannolikheten för att uppnå fondens övergripande målsättning genom att minska risken för stora negativa utfall (Bild 31). Allokeringsprocessen inkluderar både lång- och medelfristiga beslut och fokus ligger på totalportföljens avkastning och risk. Till skillnad från de andra buffertfonderna fokuserar Tredje AP-fonden på allokering i riskklasser istället för tillgångslag (till exempel aktie- eller inflationsrisk) (Bild 32).

En av grundtankarna bakom Tredje AP-fondens förvaltningsmodell är att göra allokeringen mer dynamisk och flexibel. Styrelsen fattar beslut om exponeringsintervall för olika riskklasser som i sin tur kan beskrivas som riktvärden för exponeringen tillsammans med tillåtna avvikelsemandat. Därefter har VD mandat att implementera och

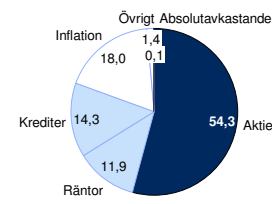
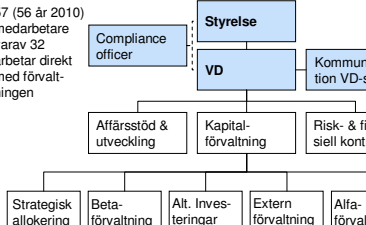
<sup>1</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>2</sup> Dynamic Asset Allocation

förvalta portföljens risk inom de beslutade exponeringsintervallen. Implementering sker främst genom fondens betaportfölj och alternativa investeringar.

Bild 30

### Beskrivning av Tredje AP-fonden 2011

<p><b>Uppdrag och mål</b></p> <p><b>Uppdrag</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Förvalta fondkapitalet till största möjliga nytta för pensionssystemet (utifrån fondernas åtagandesida) genom att skapa en hög avkastning till en låg risknivå</li> <li>Inte ta någon närings- eller ekonomipolitisk hänsyn</li> <li>Ta miljö- och etikhänsyn i placeringsverksamheten, dock utan att ge avkall på det övergripande målet om hög avkastning</li> </ul> <p><b>Mål</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Långsiktig real avkastning om minst 4% per år             <ul style="list-style-type: none"> <li>Absolutavkastande strategier ska generera minst SEK 600 miljoner per år mätt över en rullande treårsperiod (VaR 100-150 miljoner)</li> <li>Betaförvaltningen ska vara kostnadseffektiv (VD har satt ett mål på 5 punkter över jämförelseindex, 3 månaders tracking error är 0,1-0,3%)</li> </ul> </li> </ul>	<p><b>Marknadsvärde per riskklass 31 december 2011</b> 100% = SEK 214 miljarder</p> 
<p><b>Förvaltningsstrategi</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Fokus på totalportföljens förväntade avkastning och risk på absolutnivå, ingen uppdelning på statisk jämviktportfölj och medelfristiga relativa avvikelser</li> <li>Totalportföljens förväntade avkastning och risk anpassas dynamiskt till det övergripande avkastningsmålet, utifrån både långsiktiga och medelfristiga prognoser</li> <li>Allokering till riskklasser istället för tillgångsklasser</li> <li>Investering i absolutavkastande strategier helt separerad från beta-risk genom investering i kapitallösa mandat i overlay-strukturer</li> <li>42% (42% 2010) av kapitalet i beta-portföljen förvaltas semi-passivt<sup>1</sup> (i huvudsak i ränteportföljen)</li> <li>29% (37% 2010) extern förvaltning<sup>1</sup> av beta-portföljen (35% semipassivt)</li> <li>Av fondens aktiva och kapitallösa mandat (alfa) har externa förvaltare stått för 55% (50% 2010) av den aktiva risken</li> </ul>	<p><b>Organisation</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>57 (56 år 2010) medarbetare varav 32 arbetar direkt med förvaltningen</li> </ul> 

<sup>1</sup> 31 december 2010; 2 Enhanced beta (förvaltningsstil som med små avvikelser från index (liten aktiv risk) försöker överträffa index-avkastning)  
KÄLLA: Tredje AP-fonden

Bild 31

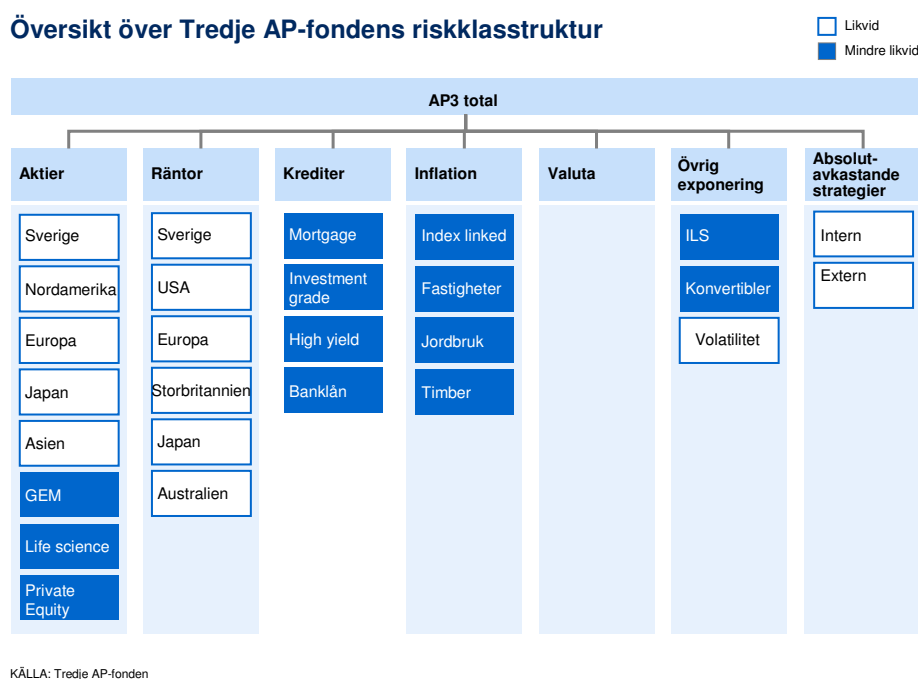
### Tredje AP-fondens förvaltningsmodell

<p><b>Investeringsfilosofi</b></p> <p><b>Rishtagande</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Rishtagande på de finansiella marknaderna ger över tid en positiv avkastning</li> </ul> <p><b>Riskspridning</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Genom att diversifiera risntagandet kan den riskjusterade avkastningen höjas</li> </ul> <p><b>Prognosförmåga</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Med hjälp av strukturerad analys kan avkastning och risk på olika finansiella tillgångar bedömas</li> </ul> <p><b>Tidsdiversifiering</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Genom att kombinera investeringsbeslut med lång, medellång respektive kort placeringshorisont, erhålls en högre, riskjusterad avkastning</li> </ul>	<p><b>Förvaltningsmodellens byggpelare</b></p> <table border="1"> <tr> <td data-bbox="590 1254 742 1344"><b>Långfristiga beslut (beta)</b> &gt;5 års sikt</td> <td data-bbox="742 1254 1292 1500"> <ul style="list-style-type: none"> <li>Dynamisk allokeringsprocess (DAA) som inkluderar både lång- och medelfristiga beslut med löpande anpassning av totalportföljens förväntade avkastning och risk till det övergripande avkastningsmålet</li> <li>Beslut implementeras genom investering i riskklasser (till exempel aktie- eller inflationsrisk)</li> <li>Beslut baseras på långsiktiga prognoser på olika riskklassers avkastningspotential och risk, tillsammans med medelfristiga prognoser baserade på makroekonomisk analys samt marknadens värdering och riskapti/sentiment</li> <li>VD ges mandat att implementera och förvalta portföljens risk inom av styrelsen givet mandat uttryckt i exponeringsintervall per riskklass</li> <li>Två sätt att genomföra både långsiktiga och medelfristiga beslut beroende på vad som bedöms som mest effektivt                 <ul style="list-style-type: none"> <li>Placering i faktiska tillgångar inom betaförvaltningen (påverkar även betaförvaltningens jämförelseindex) och alternativa investeringar</li> <li>Kapitallösa mandat genom overlay-strukturer och termin-investeringar</li> </ul> </li> </ul> </td> </tr> <tr> <td data-bbox="590 1388 742 1478"><b>Medelfristiga beslut</b> 1-5 års sikt</td> <td></td> </tr> <tr> <td data-bbox="590 1512 742 1601"><b>Aktiv (alfa) förvaltning</b> &lt;1 år</td> <td data-bbox="742 1512 1292 1657"> <ul style="list-style-type: none"> <li>Investering i absolutavkastande strategier helt separerad från beta-risk genom investering i kapitallösa mandat i overlay-strukturer</li> <li>42% av kapitalet (främst inom ränteportföljen) i betaportföljen förvaltas med enhanced beta-strategi<sup>1</sup></li> </ul> </td> </tr> <tr> <td data-bbox="590 1601 742 1668"><b>Extern vs. intern förvaltning</b></td> <td data-bbox="742 1601 1292 1657"> <ul style="list-style-type: none"> <li>29% extern förvaltning av betaportföljen</li> <li>Av fondens aktiva och kapitallösa mandat (alfa) har externa förvaltare stått för 55% av den aktiva risken</li> </ul> </td> </tr> <tr> <td data-bbox="590 1680 742 1747"><b>Utvärdering</b></td> <td data-bbox="742 1680 1292 1816"> <ul style="list-style-type: none"> <li>Styrelsen ger fonden ett riskvärde samt avvikelsemandat (typiskt sett +/- 5%) som implementeras av VD och rapporteras löpande till styrelsen</li> <li>Ny integrerad utvärderingsmodell av den dynamiska portföljen uppdelad i fyra delar som kommer tas i bruk 2012                 <ul style="list-style-type: none"> <li>Fondens långsiktiga mål om 4% real avkastning per år i snitt över ett antal fördefinierade tidsperioder</li> <li>Jämförelse mot andra aktörer med liknande uppdrag</li> <li>Långsiktig statisk portfölj över en konjunkturcykel</li> <li>Intern kvalitativ utvärdering av allokeringsbeslut</li> </ul> </li> </ul> </td> </tr> </table>	<b>Långfristiga beslut (beta)</b> >5 års sikt	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dynamisk allokeringsprocess (DAA) som inkluderar både lång- och medelfristiga beslut med löpande anpassning av totalportföljens förväntade avkastning och risk till det övergripande avkastningsmålet</li> <li>Beslut implementeras genom investering i riskklasser (till exempel aktie- eller inflationsrisk)</li> <li>Beslut baseras på långsiktiga prognoser på olika riskklassers avkastningspotential och risk, tillsammans med medelfristiga prognoser baserade på makroekonomisk analys samt marknadens värdering och riskapti/sentiment</li> <li>VD ges mandat att implementera och förvalta portföljens risk inom av styrelsen givet mandat uttryckt i exponeringsintervall per riskklass</li> <li>Två sätt att genomföra både långsiktiga och medelfristiga beslut beroende på vad som bedöms som mest effektivt                 <ul style="list-style-type: none"> <li>Placering i faktiska tillgångar inom betaförvaltningen (påverkar även betaförvaltningens jämförelseindex) och alternativa investeringar</li> <li>Kapitallösa mandat genom overlay-strukturer och termin-investeringar</li> </ul> </li> </ul>	<b>Medelfristiga beslut</b> 1-5 års sikt		<b>Aktiv (alfa) förvaltning</b> <1 år	<ul style="list-style-type: none"> <li>Investering i absolutavkastande strategier helt separerad från beta-risk genom investering i kapitallösa mandat i overlay-strukturer</li> <li>42% av kapitalet (främst inom ränteportföljen) i betaportföljen förvaltas med enhanced beta-strategi<sup>1</sup></li> </ul>	<b>Extern vs. intern förvaltning</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>29% extern förvaltning av betaportföljen</li> <li>Av fondens aktiva och kapitallösa mandat (alfa) har externa förvaltare stått för 55% av den aktiva risken</li> </ul>	<b>Utvärdering</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Styrelsen ger fonden ett riskvärde samt avvikelsemandat (typiskt sett +/- 5%) som implementeras av VD och rapporteras löpande till styrelsen</li> <li>Ny integrerad utvärderingsmodell av den dynamiska portföljen uppdelad i fyra delar som kommer tas i bruk 2012                 <ul style="list-style-type: none"> <li>Fondens långsiktiga mål om 4% real avkastning per år i snitt över ett antal fördefinierade tidsperioder</li> <li>Jämförelse mot andra aktörer med liknande uppdrag</li> <li>Långsiktig statisk portfölj över en konjunkturcykel</li> <li>Intern kvalitativ utvärdering av allokeringsbeslut</li> </ul> </li> </ul>
<b>Långfristiga beslut (beta)</b> >5 års sikt	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dynamisk allokeringsprocess (DAA) som inkluderar både lång- och medelfristiga beslut med löpande anpassning av totalportföljens förväntade avkastning och risk till det övergripande avkastningsmålet</li> <li>Beslut implementeras genom investering i riskklasser (till exempel aktie- eller inflationsrisk)</li> <li>Beslut baseras på långsiktiga prognoser på olika riskklassers avkastningspotential och risk, tillsammans med medelfristiga prognoser baserade på makroekonomisk analys samt marknadens värdering och riskapti/sentiment</li> <li>VD ges mandat att implementera och förvalta portföljens risk inom av styrelsen givet mandat uttryckt i exponeringsintervall per riskklass</li> <li>Två sätt att genomföra både långsiktiga och medelfristiga beslut beroende på vad som bedöms som mest effektivt                 <ul style="list-style-type: none"> <li>Placering i faktiska tillgångar inom betaförvaltningen (påverkar även betaförvaltningens jämförelseindex) och alternativa investeringar</li> <li>Kapitallösa mandat genom overlay-strukturer och termin-investeringar</li> </ul> </li> </ul>										
<b>Medelfristiga beslut</b> 1-5 års sikt											
<b>Aktiv (alfa) förvaltning</b> <1 år	<ul style="list-style-type: none"> <li>Investering i absolutavkastande strategier helt separerad från beta-risk genom investering i kapitallösa mandat i overlay-strukturer</li> <li>42% av kapitalet (främst inom ränteportföljen) i betaportföljen förvaltas med enhanced beta-strategi<sup>1</sup></li> </ul>										
<b>Extern vs. intern förvaltning</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>29% extern förvaltning av betaportföljen</li> <li>Av fondens aktiva och kapitallösa mandat (alfa) har externa förvaltare stått för 55% av den aktiva risken</li> </ul>										
<b>Utvärdering</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Styrelsen ger fonden ett riskvärde samt avvikelsemandat (typiskt sett +/- 5%) som implementeras av VD och rapporteras löpande till styrelsen</li> <li>Ny integrerad utvärderingsmodell av den dynamiska portföljen uppdelad i fyra delar som kommer tas i bruk 2012                 <ul style="list-style-type: none"> <li>Fondens långsiktiga mål om 4% real avkastning per år i snitt över ett antal fördefinierade tidsperioder</li> <li>Jämförelse mot andra aktörer med liknande uppdrag</li> <li>Långsiktig statisk portfölj över en konjunkturcykel</li> <li>Intern kvalitativ utvärdering av allokeringsbeslut</li> </ul> </li> </ul>										

<sup>1</sup> 44% av internt förvaltade mandat och 35% av externt förvaltade mandat  
KÄLLA: Tredje AP-fonden

Fondens investeringar i alfa-risk är helt separerad från investeringarna i beta-risk och sker genom kapitallösa mandat i overlay-strukturer. Utöver detta förvaltas 42% av kapitalet i betaportföljen semipassivt<sup>1</sup> (42% 2010). Vidare förvaltas 29% av beta-portföljen externt (37% 2010). För fondens aktiva och kapitallösa mandat (alfa-mandat) stod externa förvaltare 2011 för 55% av den aktiva risken (50% 2010).

Bild 32



Följande viktiga beslut fattades av Tredje AP-fonden under 2011:

- Styrelsen beslutade att inte ändra fondens långsiktiga avkastningsmål på 4% realt per år.
- Tredje AP-fonden tog flera dynamiska allokeringsbeslut avseende fondens riskexponering. Styrelsen beslutade om ökade riktvärden för exponeringen mot inflation, krediter och valuta samt minskade riktvärden för aktier och räntor. Alla VDs avvikelsemandat lämnades oförändrade.
- Fonden utvecklade 2011 en ny integrerad utvärderingsmodell för den dynamiska portföljen som bygger på fyra utvärderingsdimensioner: 1) fondens långsiktiga mål om 4% real avkastning per år som utvärderas över ett antal fördefinierade tidsperioder, 2) fondens utveckling i jämförelse mot andra aktörer med liknande uppdrag, 3) fondens utveckling mot en statisk, enkel portfölj av likvida tillgångar för att utvärdera om diversifiering och dynamiskt förvaltd risk över en längre

<sup>1</sup> Förvaltning som försöker överträffa index med liten aktiv risk (små avvikelser från index)

tidsperiod tillför värde, 4) en intern kvalitativ utvärdering av fondens allokeringsbeslut. Fonden planerar att ta utvärderingsmodellen i bruk under 2012 och kommer främst använda den för intern utvärdering och lärande.

- Till följd av skuldproblematiken i Europa ändrade fondens DAA-grupp under sommaren 2011 uppfattning om konjunkturen. Detta medförde att fonden applicerade skyddsstrategier på delar av aktieportföljen med avsikt att begränsa risken för stora förluster. Fonden minskade sin faktiska exponering mot räntor, samt ökade exponeringen mot krediter och inflation för att diversifiera från noterade aktier.
- Fonden öppnade Volatilitet som en ny underriskklass (till riskklassen Övrigt) i syfte att erhålla en hög riskpremie och samtidigt diversifiera mot fondens övriga placeringar. Under 2011 arbetade också DAA-gruppen aktivt med fondens valutaexponering för att diversifiera riskerna i portföljen, vilket medförde att fondens valutaexponering ökade från ca 11% 2010 till ca 19% 2011.
- Fonden beslutade 2011 att byta jämförelseindex från FTSE till MSCI för aktier, bland annat baserat på förändringar i FTSEs prismodell som bedömdes leda till ökade kostnader för fonden. Bytet bedömdes också kunna minska Tredje AP-fondens externa förvaltningskostnader. Under året tog också Tredje AP-fonden hem förvaltningen av europeiska aktier och genomförde omstruktureringar avseende aktiva och opportunistiska mandat och hedgefonder, vilket bidrog till att minska fondens provisionskostnader.

### TREDJE AP-FONDENS RESULTAT 2001-2011

Fondens totala kapital ökade 2001-2011 från SEK 132 miljarder till SEK 214 miljarder (Bild 33). Av ökningen på SEK ~83 miljarder bidrog avkastning efter kostnader med SEK 73 miljarder. 2011 års avkastning var SEK -5,5 miljarder efter kostnader.

Fondens totala kostnader under perioden 2001-2011 var SEK 2,7 miljarder eller i genomsnitt 0,14% per år och kostnaderna minskade under 2011 från SEK 0,30 miljarder (0,14%) till SEK 0,24 miljarder (0,11%). Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar<sup>2</sup>.

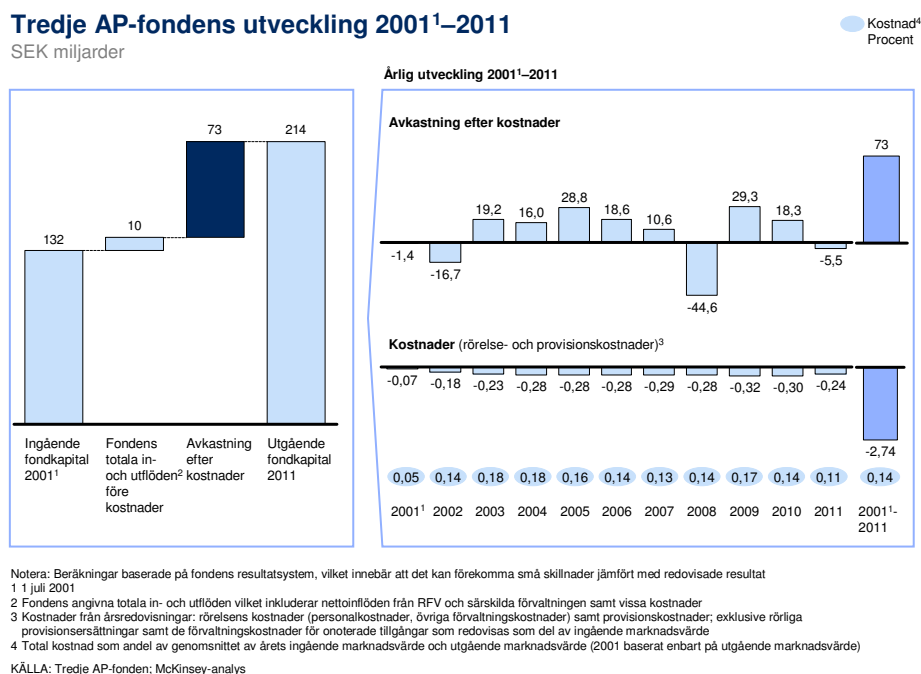
Fondens utveckling motsvarar en årlig avkastning efter kostnader på 3,9% under perioden 2001-2011, 3,2% under femårsperioden 2006-2010 och 0,8% under femårsperioden 2007-2011 (Bild 34). Det här innebär att fonden inte nådde upp till styrelsens avkastningsmål under någon av dessa perioder. Avkastningen under 2001-2011 har varit

<sup>1</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>2</sup> En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden

högre än inkomstindex, men inte de två senaste femårsperioderna 2006-2010 och 2007-2011 i hög utsträckning drivet av 2008.

Bild 33



Till fondens totala avkastning 2011 på -2,5% bidrog fondens investeringar i de olika riskklasserna med följande avkastning: aktier -5,3%, räntor 0,1%, krediter 1,0%, inflation 1,9%, valuta -0,2%, övrig exponering 0,0% och absolutavkastande strategier 0,1%.

Tredje AP-fondens allokering till riskklasser ändrades under 2011 framförallt genom att fonden minskade allokeringen till räntor med 4 procentenheter, främst till fördel för inflation. En jämförelse av fondens allokering över tid blir indikativ, givet att fonden sedan 2010 baserar sin allokering på riskklasser istället för tillgångsslag. 2002 gjorde Tredje AP-fonden en stor omallokering till följd av en revidering av fondens ALM-modell. Sedan 2002 har fonden i sin faktiska portfölj minskat andelen räntor samt svenska och utländska aktier (exklusive tillväxtmarknader) till förmån för alternativa tillgångar och aktier i tillväxtmarknader (Bild 35).

Fonden överskred 2011 fondernas tillåtna maxgräns för onoterade aktier på 5% (den 31 december 2011 uppgick andelen onoterade tillgångar till 5,4%), vilket drevs av värdefallet på noterade tillgångar kombinerat med att onoterade tillgångar inte nedvärderades i samma omfattning. Lagen föreskriver att den del av innehaven som överskrider 5%-gränsen ska avvecklas så snart det, med hänsyn till förhållandena på marknaden, bedöms lämpligt och kan göras utan förlust för fonden. Fonden följer marknadsutvecklingen och återrapporterar löpande till styrelsen avseende utvecklingen i

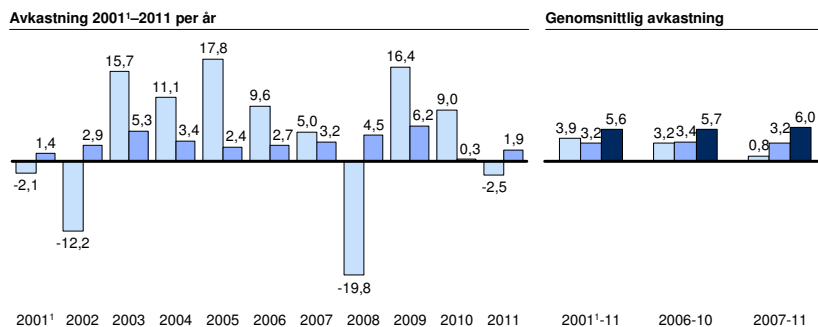
andelen onoterat. Fonden har inte gjort några nya investeringsåtaganden i onoterade tillgångar sedan 2009.

Bild 34

### Tredje AP-fondens totala avkastning 2001<sup>1</sup>–2011

Total avkastning efter kostnader; Procent

AP3  
Inkomstindex<sup>2</sup>  
AP3 målsättning<sup>3</sup>



AP3 differens med inkomstindex

Procentenheter

Sharpekvot<sup>4</sup>

Notera: Beräkningar baserade på fondens resultatsystem, vilket innebär att det kan förekomma små skillnader jämfört med redovisade resultat

1 1 juli 2001

2 Inkomstindex från Försäkringskassan

3 Tredje AP-fondens genomsnittliga målsättning (4,0% real avkastning och 1,3-3,0% i genomsnittlig inflation under perioden 2001-2011). För inflationsberäkningen används årlig inflationstakt mätt månadsvis från SCB

4 Sharpekvot baserad på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel och antagande om 260 handelsdagar

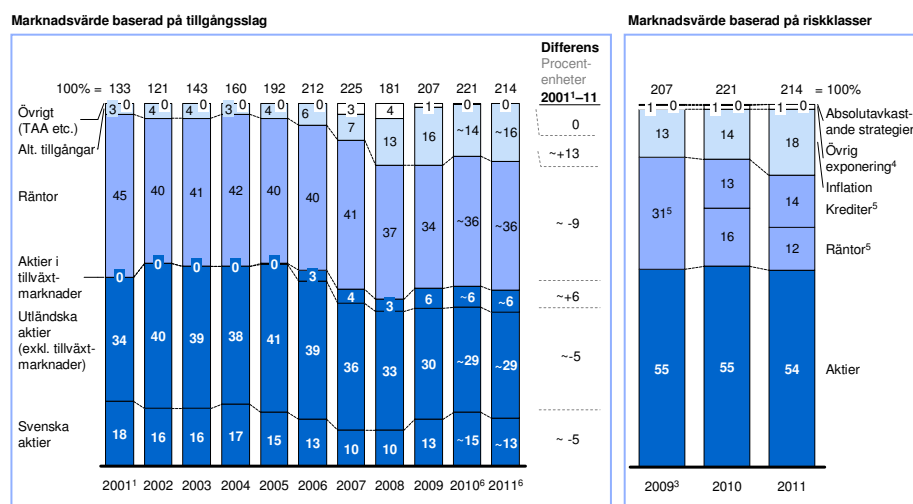
Sharpekvoten definieras som riskpremien (fondens avkastning minus den riskfria räntan) dividerat med fondens risk (mätts med standardavvikelsen)

KÄLLA: Tredje AP-fonden; Försäkringskassan; SCB; McKinsey-analys

Bild 35

### Tredje AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001<sup>1</sup>–2011<sup>2</sup>

% av totala tillgångar Tredje AP-fonden<sup>2</sup>; 100% = SEK miljarder



1 1 juli 2001 2 2010 skedde en övergång från tillgångsallokering till allokering enligt riskklass 3 Allokering baserad på riskklass enligt 2010 års förvaltningsmodell

4 Inom övrig exponering ingår upparbetade resultat från valutaexponering 5 Uppdelningen mellan räntor och krediter fastställdes under 2010. Krediter består

huvudsakligen av bostads- och företagsobligationer. För 2009 redovisas därför den sammanlagda allokeringen och för 2010 den uppdelade 6 Tillgångsallokeringen för 2010-2011 är indikativ då en exakt konvertering av riskklasser till tillgångsklasser ej kan göras

KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

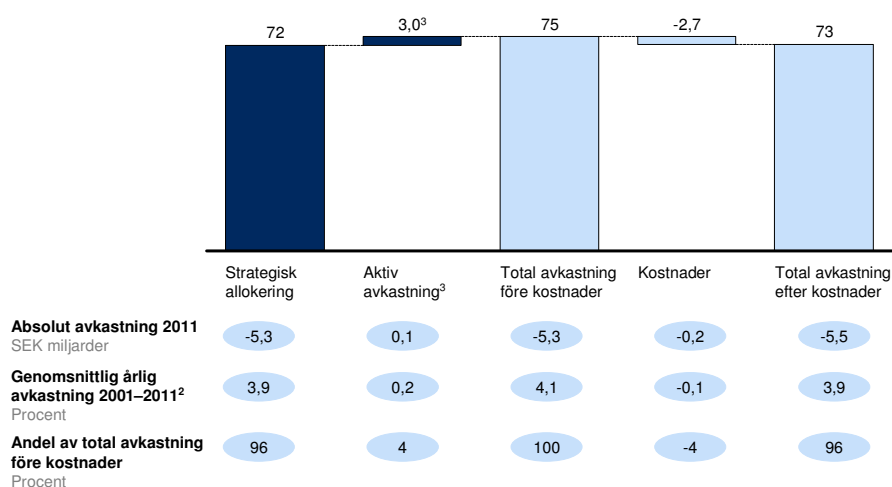
## VÄRDET AV STRATEGISKA BESLUT OCH AKTIV AVKASTNING 2001<sup>1</sup>-2011

En analys av de viktigaste källorna till Tredje AP-fondens avkastning visar att fonden 2001-2011 genererat SEK 72 miljarder från strategiska beslut och SEK 3,0 miljarder från aktiv avkastning. Den strategiska besluten har därmed bidragit med 96% av avkastningen och den aktiva förvaltningen med 4% (Bild 36). Givet fondens förvaltningsmodell med fokus på totalportföljens absoluta avkastning och risk så är det inte möjligt att använda en traditionell utvärderingsmodell baserad på relativa avvikelser.

Bild 36

### Nedbrytning av avkastningen för Tredje AP-fonden 2001<sup>1</sup>-2011

Absolut avkastning 2001<sup>1</sup>-2011; SEK miljarder



<sup>1</sup> 1 juli 2001

<sup>2</sup> Årlig avkastning baserat på geometrisk medelvärde av daglig procentuell avkastning

<sup>3</sup> Aktiv avkastning definieras 2011 som avkastningen från absolutavkastande strategier (SEK 107 miljarder 2011) tillsammans med avvikelser från index för betaportföljen (SEK -52 miljarder 2011), totalt SEK 55 miljarder

KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

Tredje AP-fondens aktiva avkastning 2001-2011 på SEK 3,0 miljarder motsvarar 0,20% per år, men uppvisar stora variationer mellan åren (Bild 37). För att skapa kontinuitet i rapporteringen av aktiv avkastning redovisas sedan 2010 fondens resultat från absolutavkastande strategier tillsammans med avvikelser från index för betaportföljen som aktiv avkastning (vilket närmast kan likställas med traditionell aktiv avkastning). Tredje AP-fondens aktiva avkastning 2001-2011 på SEK 3,0 miljarder motsvarar 0,20% per år, men uppvisar stora variationer mellan åren (Bild 37). 2011 genererade fonden en aktiv avkastning på SEK 0,1 miljarder. Absolutavkastande strategier avkastade under 2011 SEK 0,11 miljarder. Det innebär att fonden inte nådde sitt avkastningsmål om SEK 0,6 miljarder för absolutavkastande strategier under 2011. Dock utvärderas avkastningen över en längre period. Avvikelsen från index för betaportföljen avkastade under 2011

<sup>1</sup> Avser 1 juli 2009

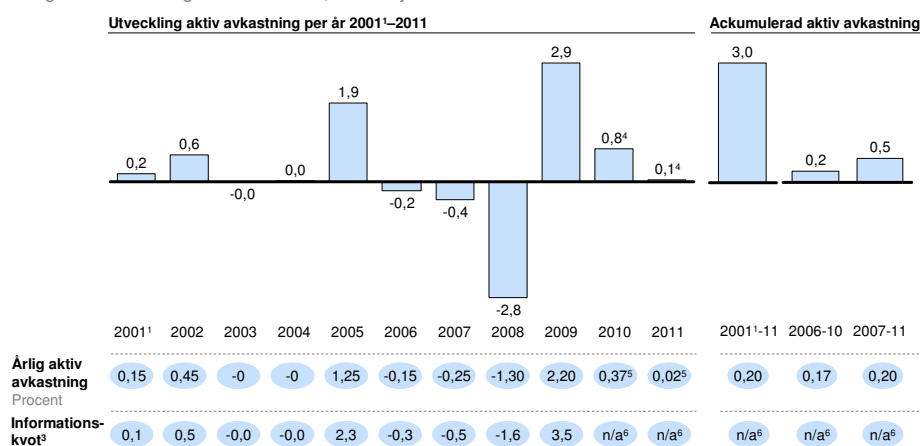


SEK -0,05 miljarder. Fondens absolutavkastande strategier har under treårsperioden 2009-2011 i genomsnitt genererat en aktiv avkastning på 0,63 miljarder per år. Den genomsnittliga överavkastningen från förvaltningen av betaportföljen har under samma period uppgått till 0,52% eller 0,61 miljarder per år att jämföra med fondens mål om 0,05% per år. Såväl absolutavkastande strategier som betaförvaltningen har således överträffat fondens målsättning under den senaste treårsperioden. Det bör dock noteras att en stor del av den positiva aktiva avkastningen 2009 sannolikt drivs av en återhämtning från 2008. Under de två senaste femårsperioderna har den totala ackumulerade aktiva avkastningen varit SEK 0,2 miljarder respektive SEK 0,5 miljarder (0,17% respektive 0,20% per år).

Bild 37

### Tredje AP-fondens aktiva avkastning 2001<sup>1</sup>-2011

Årlig aktiv avkastning<sup>2</sup> före kostnader; SEK miljarder



1 1 juli 2001

2 Total aktiv avkastning för likvidportföljen vilket utgörs av aktiv förvaltning inom tillgångslag exkl. alternativa investeringar, aktiv avkastning från overlaymandat samt allokeringseffekter för 2001<sup>1</sup>-2009

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

4 Aktiv avkastning definieras 2010-2011 som avkastningen från absolutavkastande strategier (SEK 107 miljoner 2011) tillsammans med avvikelser från index för betaportföljen (SEK -52 miljoner 2011)

5 För 2010-2011 definieras procentuell årlig aktiv avkastning som den aktiva avkastningen i förhållande till medel av ingående och utgående balans

6 Informationskvoterna för 2001<sup>1</sup>-2011 kan inte räknas ut då fonden bytt definition för aktiv avkastning under perioden

KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

## 7. Grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Fjärde AP-fondens verksamhet 2011. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2011 och den totala avkastningen samt värdet av strategiska beslut och aktiv förvaltning 2001<sup>1</sup>-2011.

### FJÄRDE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2011

Fjärde AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Fondens styrelse har satt ett avkastningsmål att i genomsnitt uppnå en real total avkastning på minst 4,5% per år över en tioårsperiod. Fonden ska inom ramen för detta uppnå en genomsnittlig aktiv avkastning om 0,5% per år för den aktivt förvaltade likvida portföljen under en rullande treårsperiod.

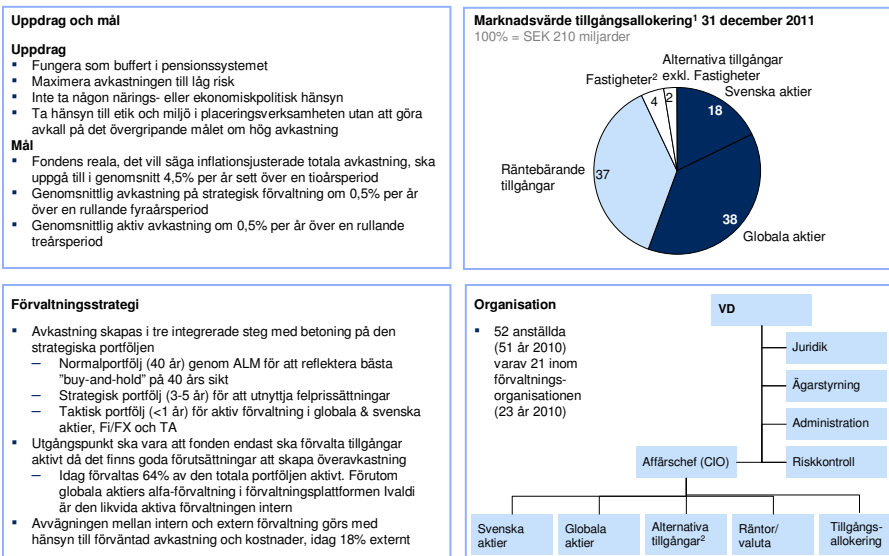
Vid utgången av 2011 hade fondens organisation 52 anställda varav 21 inom förvaltningen. År 2010 hade fonden 51 anställda varav 23 inom förvaltningen. Förvaltningsorganisationen är uppdelad i enheterna Svenska Aktier, Globala Aktier, Alternativa Investeringar, Räntor/Valuta och Tillgångsallokering (Bild 38).

Fjärde AP-fondens investeringsfilosofi bygger på tre steg: fokus på allokering mellan tillgångslag, avvägning mellan aktiv och passiv förvaltning samt avvägning mellan extern och intern förvaltning som styrs av förväntad avkastning efter kostnader (Bild 39). Fondens strategi är att ha stort fokus på allokering mellan tillgångsklasser varifrån det största bidraget till den totala avkastningen förväntas komma. Fonden arbetar på lång sikt med normalportföljen (den långsiktiga portföljen) med en horisont på 40 år. Normalportföljen baseras på en ALM-analys<sup>2</sup> och beslutas av styrelsen en gång per år. Normalportföljen kompletteras med den strategiska portföljen (den medelfristiga portföljen) med en horisont på 3-5 års sikt. Den strategiska portföljen utgår från normalportföljen och anpassas till rådande konjunkturläge med hjälp av fondens medelfristiga avkastningsprognoser. Styrelsen har gett VD mandat att bestämma den medelfristiga strategiska portföljen inom ramen för en riskbudget om 2,6% tracking error och med ett mål att skapa 0,5% avkastning över normalportföljen per år i genomsnitt över en fyraårsperiod.

<sup>1</sup> 1 juli 2001

<sup>2</sup> Asset Liability Management – analys för att komma fram till den bästa tillgångsfördelningen för fonden på 40-års sikt, Normalportföljen, givet hur pensionssystemets skulder och tillgångar förväntas utvecklas under denna period

## Beskrivning av Fjärde AP-fonden



1 Underliggande värden för derivat i den taktiska allokeringen fördelats på respektive tillgångslag

2 Om Fastigheten Hemfosa, som inkluderas i "alternativa tillgångar", flyttas till "Fastigheter" är vikten för Fastigheter 5%

KÄLLA: Fjärde AP-fonden

43

## Fjärde AP-fondens förvaltningsmodell 2011

Investeringsfilosofi	Förvaltningsmodellens byggpelare
<p><b>Förvaltningsbeslut i tre steg</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>Allokering</b> – Fokus på allokering mellan olika tillgångslag med betoning på den medelfristiga (3-5 års sikt) allokeringen</li> <li><b>Aktiv eller passiv förvaltning</b> – Fonden ska bara förvalta tillgångar aktivt när det finns goda förutsättningar att nå en positiv aktiv avkastning</li> <li><b>Extern eller intern förvaltning</b> – Valet mellan extern och intern förvaltning styrs av förväntad avkastning och kostnader</li> </ul>	<p><b>Långfristiga beslut</b> &gt;5 års sikt</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Normalportfölj baserad på ALM-analys med 40 års sikt <ul style="list-style-type: none"> <li>Sammanfatt endast av index</li> <li>Bestämmer den långsiktiga tillgångs- och valutafördelningen</li> <li>Utgör jämförelseindex för den strategiska portföljen</li> <li>Beslutas av styrelsen</li> </ul> </li> </ul> <p><b>Medelfristiga beslut</b> 3-5 års sikt</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Strategisk portfölj med 3-5 års sikt baserad på medelfristig marknadsanalys och portföljanslys <ul style="list-style-type: none"> <li>Bestämmer den medelfristiga tillgångs- och valutafördelningen, valutaexponering samt regional fördelning</li> <li>Sammanfatt av index (faktiska portföljens jämförelseindex) samt aktier, obligationer, derivat etc (strategiska positioner)</li> <li>Utgör jämförelseindex för den faktiska portföljen</li> <li>VD-mandat att frångå normalportföljen med 2,6% tracking error – alla förändringar i strategiska portföljen rapporteras till styrelsen</li> </ul> </li> </ul> <p><b>Aktiv förvaltning</b> &lt;1 år</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Förvaltning av den taktiska portföljen genom aktiva eller passiva positioner i aktier, räntebärande tillgångar, derivat etc.</li> <li>VD (eller den VD utser) beslutar om investeringar (2,5% tracking error från den strategiska portföljen)</li> <li>64% av tillgångarna förvaltades aktivt (61% 2010) <ul style="list-style-type: none"> <li>Framsta bidraget från den aktiva likvida förvaltningen 2011 från räntor</li> <li>Likvida aktiva förvaltningen internt förvaltad med undantag från globala aktiers alfa-förvaltning i lvaldi</li> </ul> </li> </ul> <p><b>Extern vs. intern förvaltning</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>18% av tillgångarna förvaltas externt (23% 2010), främst genom indexförvaltning av globala aktier</li> </ul> <p><b>Utvärdering</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Fonden utvärderas utifrån tre perspektiv <ul style="list-style-type: none"> <li>Normalportföljen på 40 års sikt (utvärderas på rullande 10-årsperioder)</li> <li>Strategiska portföljen på 3-5 års sikt med normalportföljen som jämförelseindex</li> <li>Placeringsstillgångar på &lt; 1 års sikt med strategiska portföljen som jämförelseindex</li> </ul> </li> </ul>

KÄLLA: Fjärde AP-fonden

44

Aktiv förvaltning är också en viktig komponent i fondens förvaltningsmodell och 64% av fondens tillgångar förvaltas idag aktivt (61% 2010). Huvuddelen av fondens aktiva förvaltning består av aktiva mandat där fonden investerar relativt ett jämförelseindex,

men fonden bedriver också absolutavkastande aktiv förvaltning genom förvaltningsplattformen Ivaldi<sup>1</sup> för globala aktier, taktisk allokeringen (TAA) och aktiv valutaförvaltning. Vidare förvaltas 18% av fondens kapital externt (23% 2010), främst i form av indexförvaltning av globala aktier. Målet för den aktiva förvaltningen är att skapa 0,5% avkastning över den strategiska portföljen per år i genomsnitt över en treårsperiod.

Fonden utvärderar sin verksamhet utifrån tre perspektiv. Normalportföljens avkastning utvärderas på rullande 10-årsperioder. I tillägg utvärderas den strategiska portföljen på 3-5 års sikt med normalportföljen som jämförelseindex. Slutligen utvärderas placeringstillgångarna på <1 års sikt med strategiska portföljen som jämförelseindex.

Följande viktiga förändringar genomfördes av Fjärde AP-fonden under 2011:

- Fondens styrelse beslutade 2011 att ge VD mandat att bestämma den medelfristiga strategiska portföljen inom ramen för en riskbudget på 2,6% och med ett mål att skapa 0,5% avkastning över normalportföljen per år i genomsnitt över en fyraårsperiod. Tidigare togs alla beslut av ändringar i den strategiska portföljen av styrelsen.
- Fjärde AP-fonden tillsatte en affärschef (CIO<sup>2</sup>) med operativt ansvar för affärsverksamheten. Inom förvaltningsorganisationen ser också fonden över strukturen för svenska aktier.
- Fonden avyttrade 50% av fastighetsinnehavet i Rikshem till AMF enligt tidigare överenskommelse. Fonden gjorde samtidigt under året flera fastighetsaffärer, vilket resulterade i att nettovärdet av fondens fastighetsportfölj växte från SEK 8 miljarder 2010 till SEK 10 miljarder 2011 (från 3,9% till 4,6% av totala fondportföljen).
- Fonden beslutade 2011 att som en av de stora investeringarna i Proventus Capital Partners II utfästa 550 miljoner kronor. I tillägg till detta gjordes investeringar i nya riskkapitalfonder på ytterligare 500 miljoner kronor.
- Fonden påbörjade en ny depåbanksupphandling 2011 för att öka effektiviteten i sin administration. Upphandlingen förväntas att avslutas under 2012.

Inför 2012 planerar fonden också att se över strukturen av strategiska positioner inom ramen för VDs mandat.

## **FJÄRDE AP-FONDENS RESULTAT 2001<sup>3</sup>-2011**

Fondens totala kapital ökade 2001-2011 från SEK 132 miljarder till SEK 210 miljarder (Bild 40). Av ökningen på SEK 78 miljarder bidrog avkastning efter kostnader med SEK 68 miljarder. 2011 års avkastning var SEK -1,6 miljarder efter kostnader.

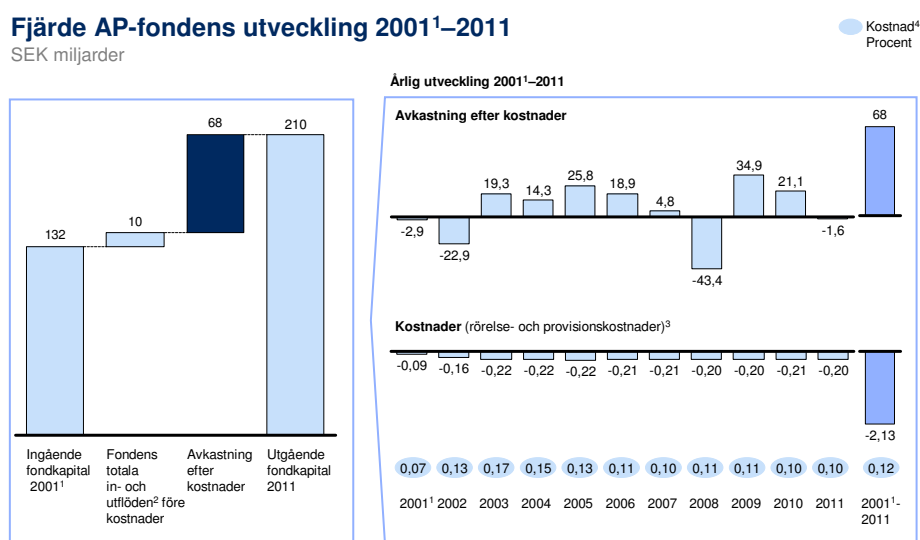
<sup>1</sup> Ivaldi är Fjärde AP-fondens plattform för externa förvaltningsmandat för handel med globala aktier

<sup>2</sup> Chief Investment Officer, dvs chef för investeringar

<sup>3</sup> Avser 1 juli 2001

Fondens totala kostnader under perioden var SEK 2,1 miljarder eller i genomsnitt 0,12% av kapitalet per år. 2011 var kostnaderna SEK 0,20 miljarder eller 0,10% av kapitalet, vilket är i linje med fondens kostnadsnivå sedan 2006. Förvaltningskostnaderna bör dock inte enbart analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonden skapar<sup>1</sup>.

Bild 40



Notera: Beräkningar baserade på fondens resultatsystem, vilket innebär att det kan förekomma små skillnader jämfört med redovisade resultat

<sup>1</sup> 1 juli 2001

<sup>2</sup> Fondens angivna totala in- och utflöden vilket inkluderar nettoinflöden från RFV och särskilda förvaltningen samt vissa kostnader

<sup>3</sup> Kostnader från årsredovisningar: rörelsens kostnader (personalkostnader, övriga förvaltningskostnader) samt provisionskostnader; exklusive rörliga ersättningar samt de förvaltningskostnader för onoterade tillgångar som redovisas som del av ingående marknadsvärde

<sup>4</sup> Total kostnad som andel av genomsnittet av årets ingående marknadsvärde och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)

KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

Fjärde AP-fondens utveckling motsvarar en årlig avkastning efter kostnader på 3,7% under perioden 2001-2011, 1,6% under femårsperioden 2007-2011 och 3,8% femårsperioden 2006-2010 (Bild 41). Detta innebär att fonden inte har nått upp till styrelsens mål om 4,5% real avkastning plus inflation (1,5-1,7%) under någon av dessa tidsperioder. Avkastningen under 2001-2011 har varit högre än inkomstindex, dock inte under den senaste femårsperioden i hög utsträckning drivet av 2008.

Till fondens totala avkastning 2011 på -0,7% bidrog fondens investeringar i de olika tillgångsslagen med följande avkastning: globala aktier -2,4%, svenska aktier -2,6%, räntebärande tillgångar 3,1%, alternativa investeringar 0,3% och fastigheter 0,6%. Normalportföljen avkastade -0,9%, den strategiska förvaltningen +0,0% och aktiv avkastning +0,2%.

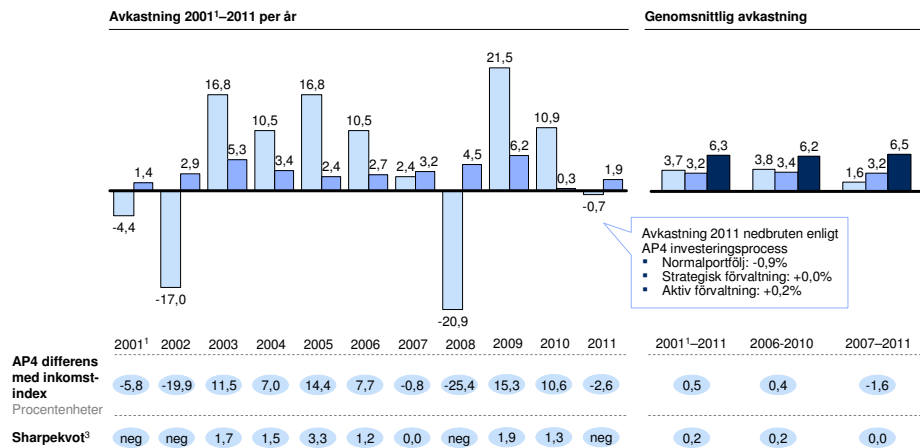
<sup>1</sup> En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden.

Bild 41

### Fjärde AP-fondens totala avkastning 2001<sup>1</sup>-2011

Total avkastning efter kostnader; Procent

AP4  
Inkomstindex  
AP4 målsättning<sup>2</sup>



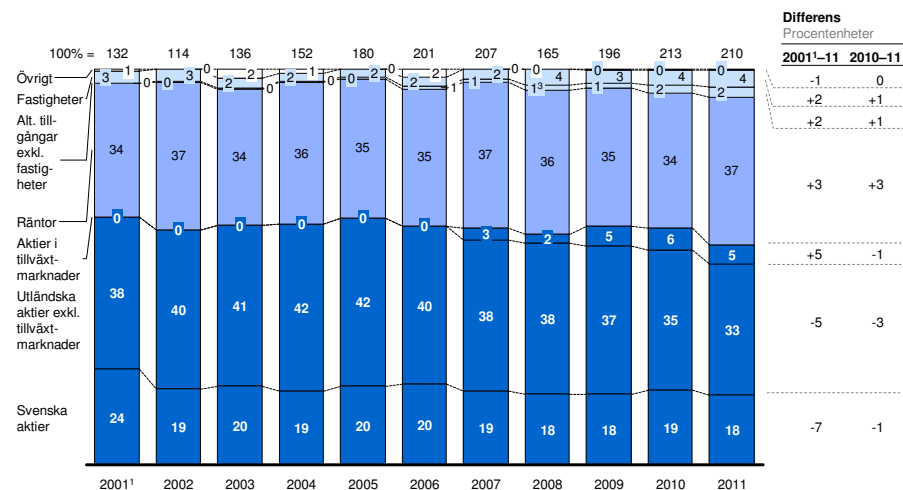
Notera: Beräkningar baserade på fondens resultatsystem, vilket innebär att det kan förekomma små skillnader jämfört med redovisade resultat  
 1 1 juli 2001  
 2 Fjärde AP-fondens genomsnittliga målsättning är 4,5% real avkastning över en 10-årsperiod. 2011 var inflationen 3,0% och under 2001-2010 var genomsnittliga inflationen 1,6-1,7% (för inflationsberäkningen används årlig inflationstakt mått månadsvis från SCB)  
 3 Sharpekvot baserad på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel och 2-årig svensk statsobligation 2011 samt antagande om 260 handelsdagar. Sharpekvoten definieras som riskpremien (fondens avkastning minus den riskfria räntan) dividerat med fondens risk (måts med standardavvikelsen)  
 KÄLLA: Fjärde AP-fonden; Försäkringskassan; SCB; McKinsey-analys

Bild 42

### Fjärde AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001<sup>1</sup>-2011

% av totala tillgångar Fjärde AP-fonden<sup>2</sup>; 100% = SEK miljarder

Övrigt  
Alternativa tillgångar  
Räntebärande tillgångar  
Aktier



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

Fjärde AP-fonden hade vid utgången av 2011 56% av tillgångarna investerade i aktier, 37% i räntor och resterade 6% i alternativa tillgångar (Bild 42). De största förändringarna i fondens faktiska allokering 2001-2011 är att fonden mellan 2006 och 2011 ökade

allokeringen till aktier i tillväxtmarknader och till fastigheter och andra alternativa tillgångar, samtidigt som allokeringen minskade till svenska aktier och utländska aktier utanför tillväxtmarknader.

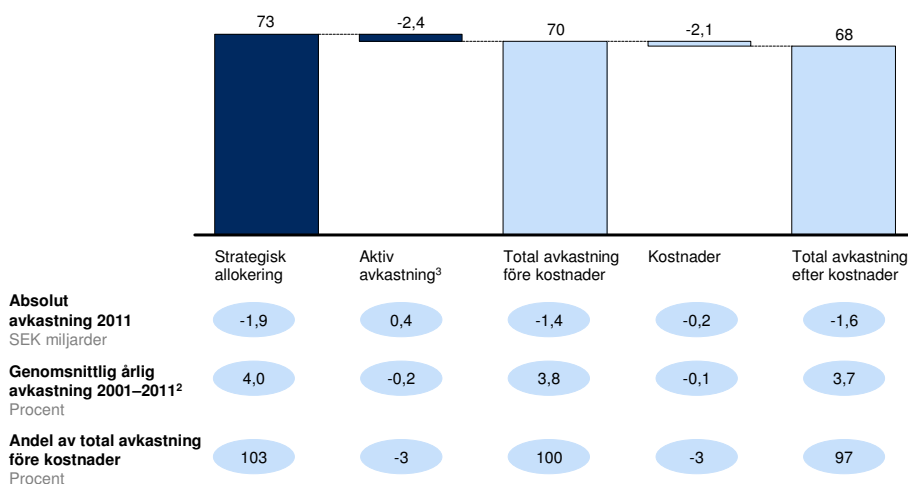
## VÄRDET AV STRATEGISKA BESLUT OCH AKTIV FÖRVALTNING 2001<sup>1</sup>-2011

En analys av de viktigaste källorna till Fjärde AP-fondens avkastning visar att fonden 2001-2011 genererat SEK 72,8 miljarder från strategiska beslut (från normalportföljen och den strategiska portföljen) och SEK -2,4 miljarder från aktiv avkastning före kostnader (Bild 43). Detta innebär att den aktiva avkastningen bidragit med -3% och de strategiska besluten har bidragit med 103% till avkastningen före kostnader.

Bild 43

### Nedbrytning av avkastningen för Fjärde AP-fonden 2001–2011

Absolut avkastning 2001–2011; SEK miljarder



<sup>1</sup> 1 juli 2001

<sup>2</sup> Årlig avkastning baserat på geometrisk medelvärde av daglig procentuell avkastning

<sup>3</sup> Total aktiv avkastning för likvidportföljen vilket utgörs av aktiv förvaltning inom tillgångsslag exkl. alternativa investeringar och aktiv avkastning från overlaymandat samt allokerings effekter från strategisk till faktisk vikt i likvidportföljen; för 2009–2011 separerar fonden de aktiva mandaten på ett tydligare sätt och inkluderar inte avkastningsbidraget från implementeringen av den strategiska tillgångs- och valutfördelningen

KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

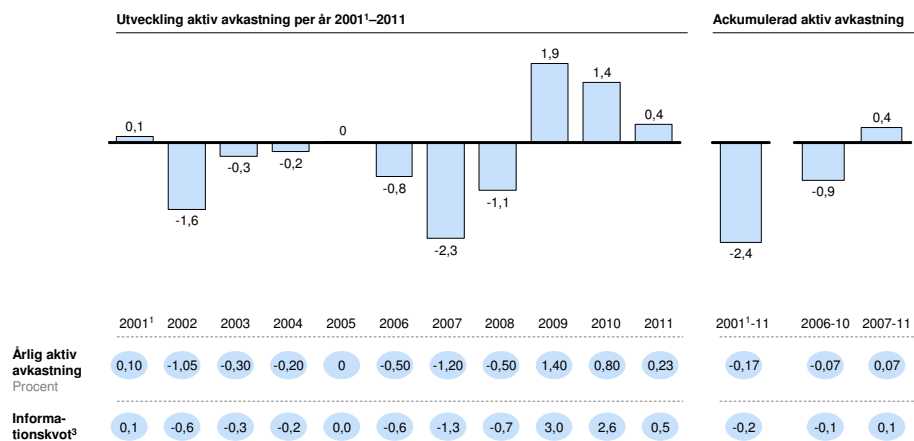
Sedan 2001 har fondens aktiva förvaltning bidragit till totalavkastningen med SEK -2,4 miljarder eller -0,17% per år. Mellan 2001-2008 var fondens aktiva avkastning negativ eller omkring noll samtliga år. De tre senaste 2009-2011 har den aktiva avkastningen varit positiv varje år och överstigit fondens mål på i genomsnitt 0,5% per år över en treårsperiod. Det bör dock noteras att en stor del av den positiva aktiva avkastningen 2009 sannolikt drivs av en återhämtning från 2008. Under den senaste femårsperioden har fonden genererat en aktiv avkastning på totalt SEK 0,4 miljarder eller 0,07% per år (Bild 44). 2011 års aktiva avkastning uppgick till SEK 0,4 miljarder eller 0,23%.

<sup>1</sup> Avser 1 juli 2001

## Bild 44

### Fjärde AP-fondens aktiva avkastning 2001<sup>1</sup>–2011

Årlig aktiv avkastning<sup>2</sup>; SEK miljarder



<sup>1</sup> 1 juli 2001

<sup>2</sup> Total aktiv avkastning för likvidportföljen vilket utövers av aktiv förvaltning inom tillgångsslag exkl. alternativa investeringar och aktiv avkastning från overlaymandat samt allokerings effekter från strategisk till faktisk vikt i likvidportföljen; för 2008–2011 separerar fonden de aktiva mandaten på ett tydligare sätt och inkluderar inte avkastningsbidraget från implementeringen av den strategiska tillgångs- och valutfördelningen

<sup>3</sup> Annualiserad informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar. Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett

KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys



## 8. Grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Sjätte AP-fondens verksamhet 2011. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva förändringar i fondens organisation och strategi som beslutats under 2011 och att redovisa avkastningen från fondens totala portfölj och de olika delarna i fondens investeringsverksamhet.

### FÖRÄNDRINGAR I SJÄTTE AP-FONDENS ORGANISATION OCH STRATEGI 2011

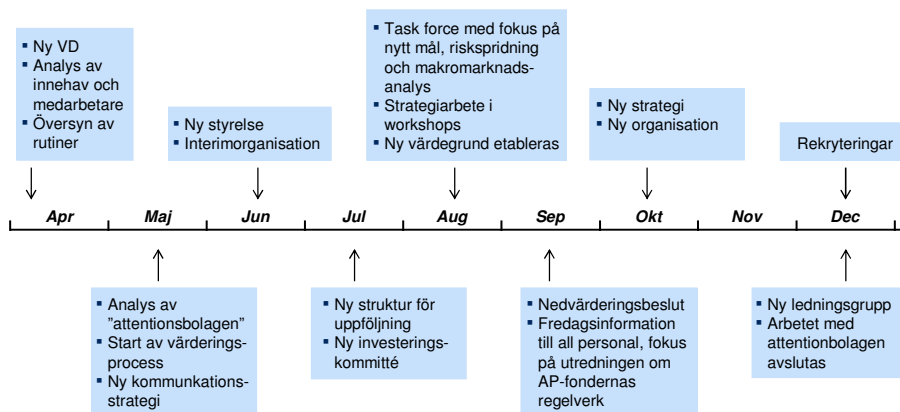
Sjätte AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet, men skiljer sig från de andra fyra buffertfonderna i flera avseenden. Sjätte AP-fondens uppdrag är att uppnå långsiktigt hög avkastning med tillfredställande riskspridning genom att investera i riskkapital främst i små och medelstora bolag i Sverige. Sjätte AP-fonden är en stängd fond, vilket innebär att fonden inte har några in- eller utflöden. Detta gör att fonden behöver arbeta med likviditetsplanering för att kunna göra uppföljningsinvesteringar i portföljbolag, nyinvesteringar i fonder och direkt i samt täcka löpande kostnader.

Sedan fonden startades 1996 har Sjätte AP-fonden genomgått viktiga förändringar. Under perioden fram till 2003 bestod verksamheten främst av en kapitalförvaltning som investerade i noterade aktier. Fonden har successivt gått mot att investera en allt större andel i riskkapital i onoterade aktier och 2003 avvecklades fondens kapitalförvaltning och fonden fick en gemensam målsättning. Två andra viktiga händelser i fondens historia inträffade 2006 och 2009. 2006 delades fondens verksamhet in i fyra affärsområden (Direktinvesteringar, Partnerinvesteringar, Life Science, Fondinvesteringar) som senare kompletterades med de tre affärsområdena Konvertibeln, Nätverksinvesteringar och Regionala Investeringar. 2009 beslutade fonden att efter svaga resultat under fem år utvärdera närvaron inom segmentet för expansionsbolag<sup>1</sup>.

2011 markerar ett nytt kapitel i Sjätte AP-fondens historia med flera viktiga förändringar i fondens organisation och investeringsstrategi. I maj 2011 fick fonden en ny VD och i maj en ny styrelse i och med att ny ordförande, ny vice ordförande och en ny ledamot tillsattes (totalt tre av fem ledamöter). Tillsammans har den nya styrelsen och VD under året genomfört flera genomgripande förändringar (Bild 45):

<sup>1</sup> Sjätte AP-fondens definition på expansionsbolag är företag som vid investeringstidpunkten har en årlig omsättning på under SEK 200 miljoner och som har negativt kassaflöde alternativt behöver tillförsel av ägarkapital för fortsatt tillväxt

### Viktiga händelser för Sjätte AP-fonden 2011 avseende organisation och strategi

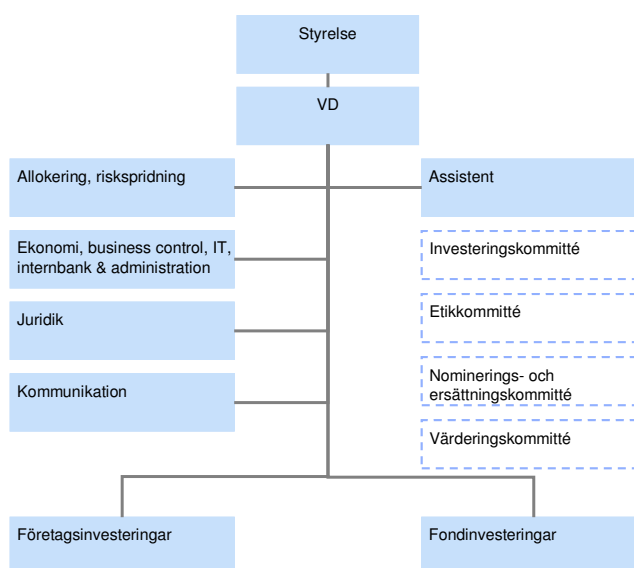


- Styrelsen gjorde ett förtydligande av ägarens uppdrag. I styrelsens nya formulering ska Sjötte AP-fonden skapa en "långsiktigt hög avkastning och hålla en tillfredsställande riskspridning genom placering på riskkapitalmarknaden". Därmed släppte fonden den gamla styrelsens skrivning att "främst investera i små och medelstora svenska tillväxtföretag för att därigenom bidra till utvecklingen i svenskt näringsliv".
- Den nya ledningen gjorde en genomlysning av alla portföljbolag. Detta gjorde att speciella åtgärder vidtogs för portföljbolag med identifierade utmanande förutsättningar för framtida avkastning (så kallade "attentionsbolag"). Genomlysningen medförde att fonden under året skrev ner värdet på investeringsportföljen med SEK ~2 miljarder.
- Den nya ledningen introducerade en ny investeringsstrategi som bland annat innebär att fondens ska fokusera på långsiktiga investeringar i onoterade bolag, dels genom direkta investeringar i mer mogna och kassaflödespositiva bolag på den svenska marknaden, dels genom fondinvesteringar på den nordiska marknaden med inriktning på bolag i båda tidiga och mer mogna investeringsfaser. Över tid är målsättningen att fondinvesteringarna ska motsvara åtminstone ~50% av fondens totala investeringsportfölj. Målet är att kunna skapa ett affärsflöde och en kompetensöverföring mellan de två investeringstyperna genom att till exempel få möjlighet att göra saminvesteringar i enskilda bolag tillsammans med riskkapitalfonder som Sjötte AP-fonden investerar i.

- För att reflektera den nya strategin har ledningen utvecklat en ny organisation som införs under 2012. Fonden samlar investeringsverksamheten i de två affärsområdena Företagsinvesteringar och Fondinvesteringar (Bild 46). Affärsområdet Life Science kvarstår tills vidare som ett tredje affärsområde men kommer under 2012 att införlivas i Företagsinvesteringar och Fondinvesteringar. I den nya organisationen introduceras också fyra kommittéer. Syftet med kommittéerna är att säkerställa en god balans mellan investeringar och riskhantering i fondens verksamhet samt att utnyttja fondens samlade kompetenser.

Bild 46

#### Sjätte AP-fonden nya organisationsstruktur 2011



- Fonden genomförde också under året ett flertal nyrekryteringar och ett antal personer lämnade fonden. Antalet anställda inom Sjätte AP-fonden uppgick vid utgången av 2011 till 30 personer jämfört med 34 personer 2010. Fonden inrättade två nya nyckelpositioner: chef för affärsområdet Företagsinvesteringar och CIO<sup>1</sup> med ansvar för Allokering och Riskspridning samt ordförande i investeringskommittén. För de här tjänsterna gjordes nyrekryteringar.
- Styrelsen beslutade om ett nytt långsiktigt avkastningsmål för hela fonden. Det nya målet som gäller från och med 2012 definieras som SHB Nordix All-Share Portfolio Index plus 2,5%. Det kan jämföras med fondens gamla avkastningsmål som gällde fram till och med 2011 och som uppgick till reporäntan plus en riskpremie på 4,5%. För perioden 2003-2011 uppgick det gamla målet till 6,7% per år och det nya målet till 13,0% per år.

<sup>1</sup> Chief Investment Officer, dvs. chef för investeringar

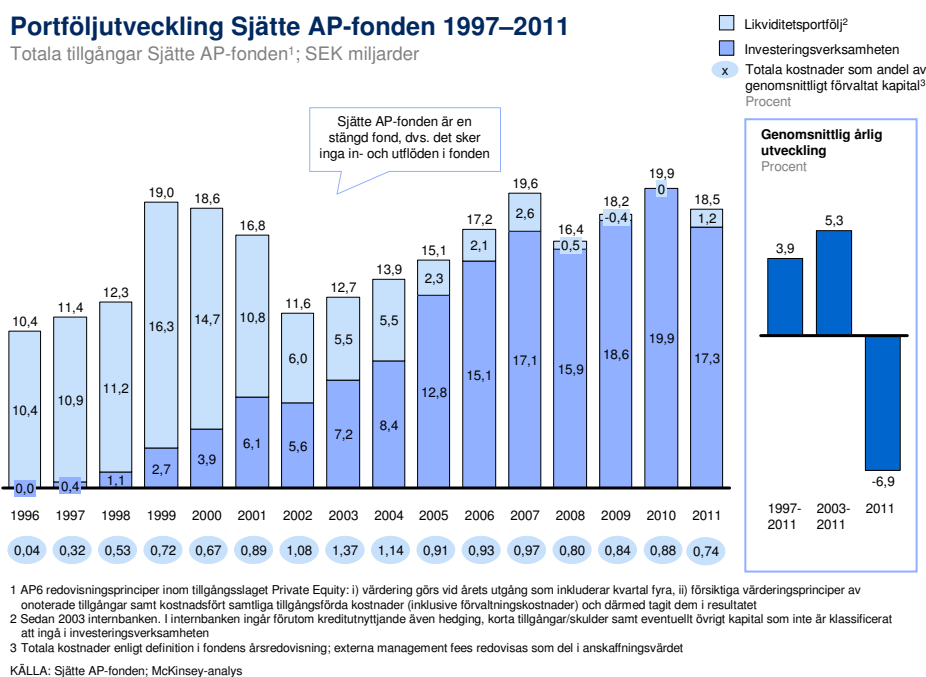
- Som en del i förändringsarbetet etablerade den nya fondledningen under året också nya kärnvärden som ska prägla fondens verksamhet framåt: professionalitet, affärsmässighet, engagemang och långsiktighet.

I och med dessa förändringar har fondens nya ledning satt riktlinjerna för fondens verksamhet framåt. Under 2012 planerar fonden att detaljera strategin och påbörja implementeringen.

## RESULTAT FÖR SJÄTTE AP-FONDENS TOTALA PORTFÖLJ 1997-2011

Sjätte AP-fondens kapital har vuxit från SEK 10,4 miljarder till SEK 18,5 miljarder sedan 1996 (Bild 47). Sedan starten har fonden successivt minskat andelen likvida medel förvaltade i internbanken och byggt upp en investeringsportfölj. Vid utgången av 2011 uppgick likviditetsportföljen till SEK 1,2 miljarder.

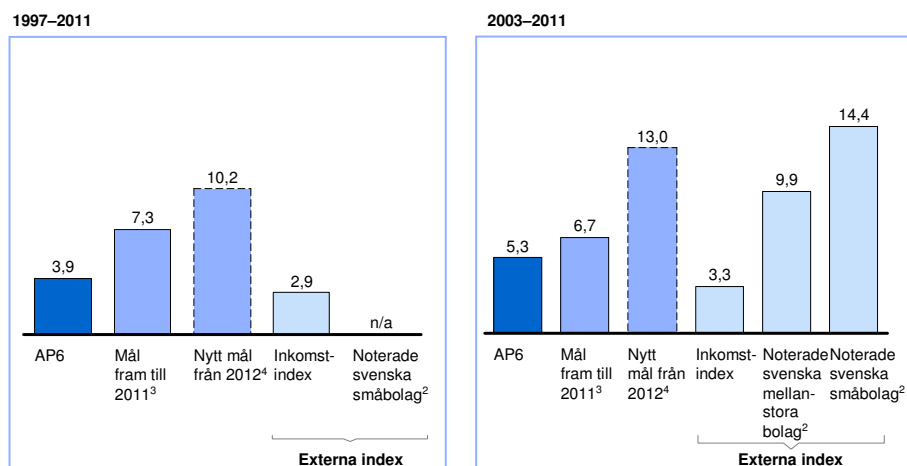
Bild 47



Fondens utveckling 1997-2011 motsvarar en avkastning på 3,9% per år och 2003-2011 5,3% per år efter kostnader. Avkastningen under 2011 var SEK -1,4 miljarder eller -6,9% i hög utsträckning drivet av fondens nedskrivningar av värdet på fondens portfölj med expansionsbolag samt minskade värden på de noterade tillgångarna. Det här innebär att fonden inte har nått upp till styrelsens gamla långsiktiga avkastningsmål om 6,7% som gällde under perioden 2003-2011. Sett till perioden 1997-2011 nådde fonden inte heller upp till fondens gamla målsättning (Bild 48).

## Resultat Sjätte AP-fondens totala portfölj 1997–2011

Genomsnittlig årlig avkastning<sup>1</sup> efter totala kostnader; Procent



<sup>1</sup> Nettoavkastning delat på ingående kapital

<sup>2</sup> Total return MSCI Swedish Small Cap (för svenska småbolag) och MSCI Mid Cap (för svenska mellanstora bolag)

<sup>3</sup> Långsiktigt avkastningsmål sedan 2003: 4,5% plus reporänta. Före 2003 var målet ett börsindex. Under 1997-2011 var reporäntan 2,20% per år

<sup>4</sup> Nytt avkastningsmål applicerat på AP6 historik. Under 2011 har nya högre avkastningsmål satts upp för fonden som utgår av SHB Nordix All-Share + riskpremie om 250 bps baserat på fondens riskprofil och kassaallokering under perioden

KÄLLA: Sjätte AP-fonden; Datastream; McKinsey-analys

Sjätte AP-fondens uppdrag och portföljsammansättning samt att fonden är stängd försvårar en direkt jämförelse av fondens avkastning med externa index. Som referens har dock fondens avkastning under 2003-2011 varit lägre än index för noterade svenska småbolag (MSCI Swedish Smallcap) och svenska mellanstora bolag (MSCI Swedish Mid Cap) men högre än inkomstindex. Fondens historiska avkastningen har också varit lägre än Sjätte AP-fondens nya avkastningsmål som gäller från 2012. För perioden 2003-2011 uppgick det nya avkastningsmålet till 13,0% per år och 1997-2011 till 10,2% per år.

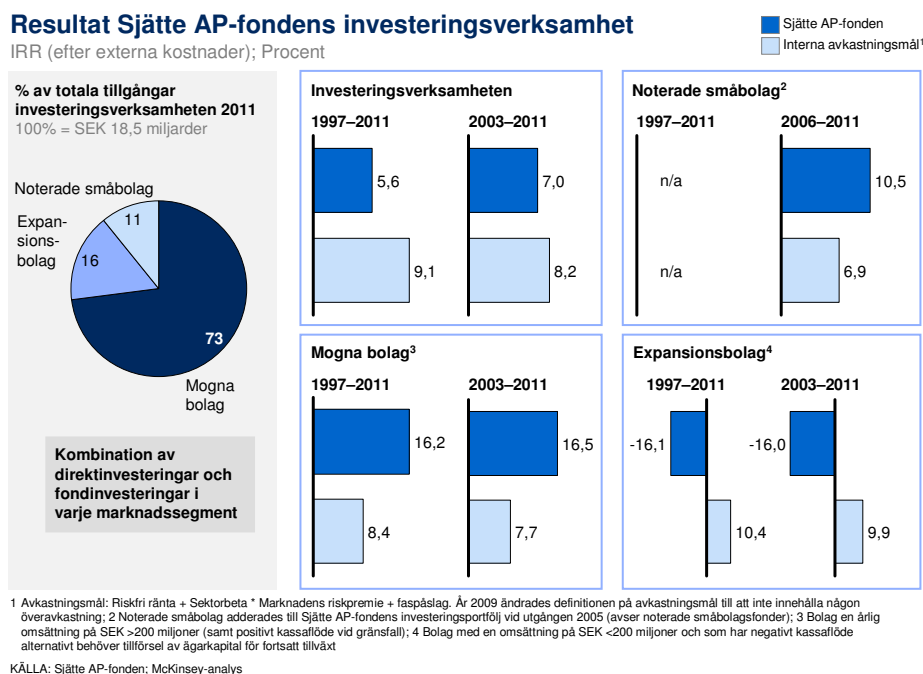
Fondens redovisade kostnader har under 2003-2011 varierat mellan SEK 130 och 180 miljoner per år. 2011 uppgick de redovisade kostnaderna till SEK 143 miljoner. Det här innebär att fondens kostnader har motsvarat 0,74-1,40% av det genomsnittliga kapitalet sedan 2003. I jämförelse med övriga AP-fonder är kostnaden högre som andel av totalt kapital, men jämförelsen har begränsad relevans givet fondernas olika verksamhetsinriktningar. Investeringar i onoterade aktier direkt eller via fonder är dyrare än investeringar i noterade värdepapper. Liksom för de andra AP-fonderna bör också kostnaderna sättas i relation till avkastningen.

## RESULTAT FÖR SJÄTTE AP-FONDENS INVESTERINGSVERKSAMHET 1997-2011

Under perioden 2003-2011 genererade Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet en avkastning på 7,0% per år, vilket är lägre än fondens interna avkastningsmål som gällde under 2011 (målet för investeringsverksamheten 2003-2011 enligt fondens

riskpremiemodell var 8,2%). Inom de olika marknadssegmenten har dock avkastningen varierat kraftigt (Bild 49).

Bild 49



Segmentet mogna bolag har genererat en årlig avkastning på 16,5% under 2003-2011, vilket var högre än avkastningsmålet på 7,7% per år. Noterade småbolag genererade en avkastning på 10,5% per år under tidsperioden 2006-2011 och överträffade därmed avkastningsmålet på 6,9%. Investeringarna i expansionsbolag har påverkat resultatet för investeringsportföljen negativt under 2003-2011 och uppgick till -16,0% per år under 2003-2011. Jämfört med fondens nya avkastningsmål som gäller från 2012 överträffade bara segmenten mogna bolag och noterade småbolag målen (13,0% per år för perioden 2003-2011 respektive 4,7% per år för perioden 2006-2011).

## 9. Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Sjunde AP-fondens verksamhet 2011. Utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2011 samt att redovisa fondens NAV<sup>1</sup>-avkastningen och aktiva avkastningen 2001-2011.

### **SJUNDE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSE 2011**

Sjunde AP-fonden är det statliga alternativet i premiepensionssystemet (PPM). Pensionsmedlen kommer från sparare som avstått från att välja fonder eller sparare som aktivt önskar ett långsiktigt pensionssparande i statlig regi. Från maj 2010<sup>2</sup> har Sjunde AP-fonden på regeringens uppdrag förnyat det statliga erbjudandet i premiepensionssystemet med målsättningen att den sammanlagda statliga pensionen ska bli högre. I och med detta ersattes Premiesparfonden och Premievalsfonden av Sjunde AP-fondens så kallade byggstensfonder AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Sex nya produkter lanserades (alla kombinationer av de två byggstensfonderna), varav AP7 Såfa (Statens Årskullsförvaltningsalternativ) är förvalsalternativet för dem som inte aktivt väljer en förvaltare i premiepensionssystemet (Bild 50).

Grundfilosofin i Sjunde AP-fondens förvaltningsstrategi är passiv förvaltning men fonden förvaltar även en del av kapitalet aktivt (~25%). Två andra grundprinciper i Sjunde AP-fondens förvaltningsfilosofi är stordriftsfördelar och hänsyn till den totala statliga pensionen. Fondens målsättning är att uppnå stordriftsfördelar genom att Sjunde AP-fonden endast har två underliggande fonder (AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond), vilket bland annat syftar till att leda till lägre transaktionskostnader. Hänsyn till den totala allmänna pensionen, där premiepensionen endast utgör en liten del och resterande del (inkomstpensionen) följer pris- och löneutvecklingen i den svenska ekonomin, innebär att Sjunde AP-fonden vill skapa en hög aktierisk i AP7 Såfa upp till 55 års ålder genom att öka aktieexponeringen med hjälp av en hävstång med syfte att öka möjligheten till hög avkastning.

AP7 Aktiefond har en global inriktning med 97% globala aktier, en USD-denominerad hävstång som innebär en strategisk inriktning på 150% och aktiv förvaltning på utvalda marknader med fokus på kort till medellång sikt (Bild 51). Under 2011 har styrelsen beslutat att ge VD ett mandat att avvika från den strategiska inriktningen på hävstången med +/- 10% (jämfört med den tidigare bandbredden för dynamiska hävstången på 100-

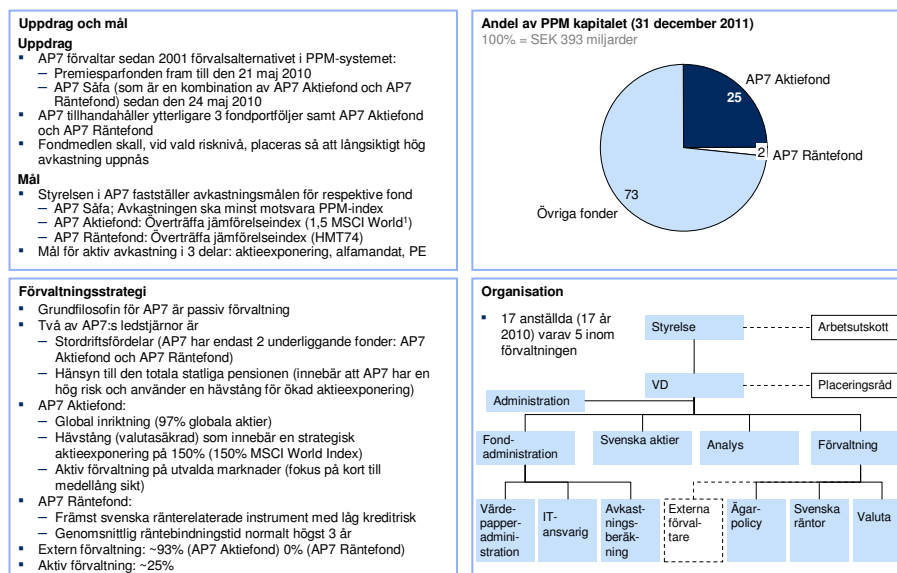
<sup>1</sup> Net Asset Value

<sup>2</sup> Flytt av kapital skedde den 21 maj och 22-23 maj var ej handelsdagar

170%). Mandatet kommer att implementeras under 2012. Vidare är aktiefonden externt förvaltd till 93% och har som mål att överträffa jämförelseindex. AP7 Räntefond innehåller främst svenska ränterelaterade instrument med låg kreditrisk och har normalt en genomsnittlig räntebindningstid på 2 år. Fonden är internt förvaltd och har som mål att överträffa index (HMT74). AP7 Såfa är en typ av åldersförvaltning med en kombination av AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond som förändras med spararnas ålder. I unga år är risken högre, för att sparpengarna ska kunna öka mer i värde. När pensionsspararen blir äldre minskas risken för att ge större trygghet. Detta betyder praktiskt att alla pengar ligger i AP7 Aktiefond för pensionsspararen fram till 55 års ålder. Därefter omfördelas pengarna stegvis till AP7 Räntefond med drygt 3% per år fram till 75 års ålder. Fördelningen i AP7 Såfa från och med att spararen är 75 år är 67% AP7 Räntefond och 33% AP7 Aktiefond.

Bild 50

### Beskrivning av Sjunde AP-fonden 2011



<sup>1</sup> Det benchmark som används består av 1 x MSCI World (omräknat i SEK) + 0,5 x MSCI World (i USD)  
KÄLLA: Sjunde AP-fonden

Sjunde AP-fonden har vidare ett tredelat mål för medelfristig (5-10 år) och aktiv avkastning:

- Aktieexponering<sup>1</sup>: 500 miljoner (över 1,5 MSCI All Country World Index) per år över en rullande femårsperiod.
- Alfamandat: 300 miljoner (över 1,5 MSCI All Country World Index) för 2011

<sup>1</sup> Dynamisk hävstång (avsteg från den strategiska hävstången på 50%)

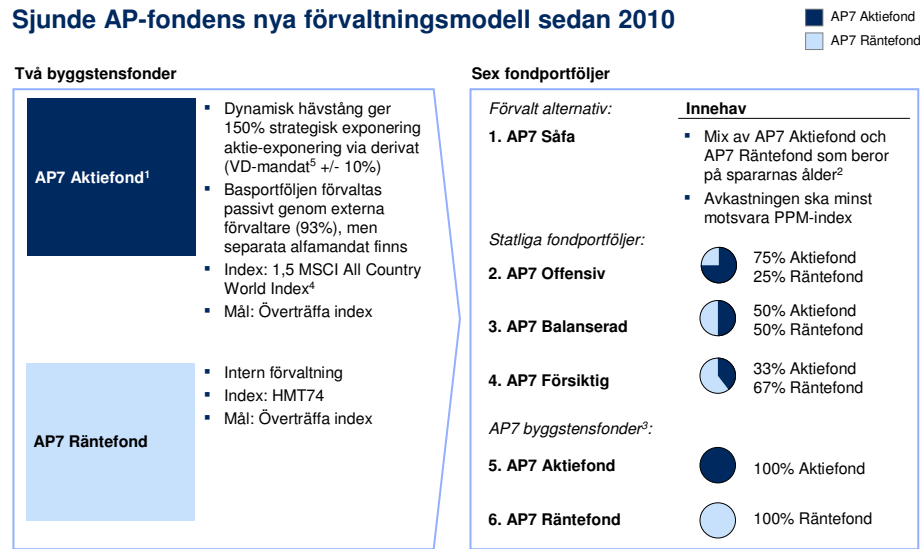


- Private Equity: 2% över 1,5 MSCI All Country World Index över en rullande 10-årsperiod.

Vid utgången av 2011 hade fondens organisation 17 anställda varav 5 inom förvaltningen. År 2010 hade fonden 17 anställda varav 5 inom förvaltningen. Förvaltningsorganisationen består av enheterna Valuta, Svenska räntor, Ägarpolicy samt ett flertal externa förvaltare. Svenska aktier rapporterar direkt till VD.

Bild 51

### Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell sedan 2010



<sup>1</sup> 97% globala aktier (passiv förvaltning, MSCI All Country World Index), 3% aktier i onoterade bolag  
<sup>2</sup> Upp till 55 år består Såfa av 100% AP7 Aktiefond. Efter detta ökar andelen AP7 Räntefond med 3-4 procentenheter per år (två år av tre med 3 procentenheter och ett år av tre med 4 procentenheter). För 75 år och äldre är andelen AP7 Aktiefond 33% och andelen AP7 Räntefond 67%  
<sup>3</sup> Förutom att olika kombinationer av byggstensfonderna utgör AP7s fondportföljer kan dessa även väljas separat  
<sup>4</sup> Det benchmark som används består av 1 x MSCI All Country World Index (omräknat i SEK) + 0,5 x MSCI All Country World Index (i USD)  
<sup>5</sup> Från och med 2012

KÄLLA: Sjunde AP-fonden

Utöver den nya förvaltningsmodellen har Sjunde AP-fonden också genomfört ett par andra viktiga förändringar under 2011:

- Under året rekryterades en senior risk manager för att öka Sjunde AP-fondens fokus på riskhantering. Vidare rekryterades också en chefsstrateg med ansvar för taktisk allokering inklusive den dynamiska hävstången. Två personer slutade samtidigt 2011.
- Fonden introducerade en ny kommunikationsstrategi med ökat fokus på information till spararna, framförallt om förvalsalternativet. I och med detta beslutade fonden också att förstärka kompetensen och lyfta in ansvaret för kommunikationen i organisationen. Tidigare hanterades det med hjälp av en extern konsult.
- En utvärdering genomfördes av fondens aktiva förvaltning för att analysera övergången från traditionella aktiva "long-only" mandat till kapitallösa alfa-mandat. Utvärderingen visade att den nya alfa-strategin varit fördelaktig. Under 2011 minskade fonden antalet externa alfa-mandat från 9 till 7 och planerar utöka mandaten 2012 genom en ny upphandling.

- Fonden har under 2011 inte gjort några nya åtaganden i Private Equity och vid utgången av 2011 var 3% av fondkapitalet investerat i Private Equity i enlighet med fondens mål. Vidare är 100% av kapitalet i private equity är placerat i fond-i-fonder med ambitionen att 30% ska vara placerat i miljöteknik.

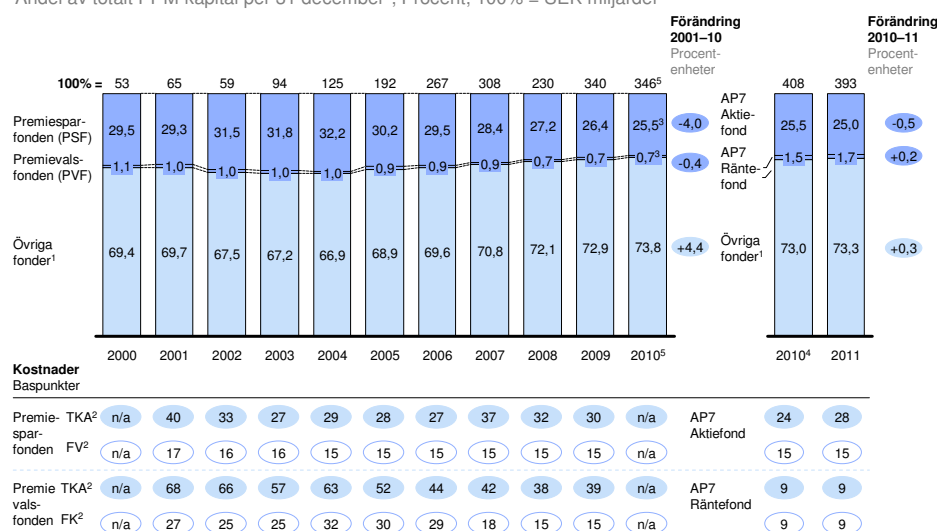
## RESULTAT FÖR SJUNDE AP-FONDENS TOTALA PORTFÖLJ 2001-2011

Sjunde AP-fonden förvaltade vid slutet av 2011 26,7% av totala premiepensionssystemets kapital, varav 25,0% i AP7 Aktiefond och 1,7% i AP7 Räntefond (Bild 52). Sedan år 2000 har Sjunde AP-fondens andel av totala premiepensionssystemet minskat med totalt 3,9 procentenheter<sup>1</sup>.

Bild 52

### Utveckling av totala PPM-kapitalet 2000–2011

Andel av totalt PPM-kapital per 31 december<sup>3</sup>; Procent; 100% = SEK miljarder



#### Kostnader Baspunkter

Premie- spar-fonden	TKA <sup>2</sup>	n/a	40	33	27	29	28	27	37	32	30	n/a	AP7 Aktiefond	24	28
	FV <sup>2</sup>	n/a	17	16	16	15	15	15	15	15	15	n/a		15	15
Premie vals-fonden	TKA <sup>2</sup>	n/a	68	66	57	63	52	44	42	38	39	n/a	AP7 Räntefond	9	9
	FK <sup>2</sup>	n/a	27	25	25	32	30	29	18	15	15	n/a		9	9

<sup>1</sup> 788 valbara fonder januari 2010

<sup>2</sup> TKA: totalkostnadsandel (fondens kostnader inkl. transaktionskostnader vid köp och försäljning av värdepapper som andel av den genomsnittliga fondförmögenheten), FK: förvaltningskostnader

<sup>3</sup> För 2010: 21 maj 2010

<sup>4</sup> 31 december 2010

<sup>5</sup> 31 maj 2010. Kapital tillförs huvudsakligen PPM i december

KÄLLA: Sjunde AP-fonden; PPM; Försäkringskassan; McKinsey-analys

Kostnader (inklusive courtage)<sup>2</sup> som andel av genomsnittligt kapital uppgick 2011<sup>3</sup> till 0,28% för AP7 Aktiefond (0,24% 2010) och 0,09% för AP7 Räntefond (0,09% 2010). Förvaltningsavgiften för AP7 Aktiefond respektive AP7 Räntefond uppgick 2011 till

<sup>1</sup> Sannolikt i första hand drivet av att fler sparare gör ett aktivt val. Det kan också finnas en effekt från t.ex. skillnader i lönenivåer och löneutvecklingstakt mellan aktiva väljare och de som inte väljer aktivt

<sup>2</sup> Inkluderar förvaltningskostnader och övriga transaktionsrelaterade avgifter (definierat som TKA, totalkostnadsandel)

<sup>3</sup> Avser perioden 24 maj till 31 december 2010

0,15% respektive 0,09% av fondens förmögenhet. Genomsnittlig förvaltningsavgift hos de 778 fonder som ingick i PPM-systemet 31 december 2011 var 0,30%<sup>1</sup>.

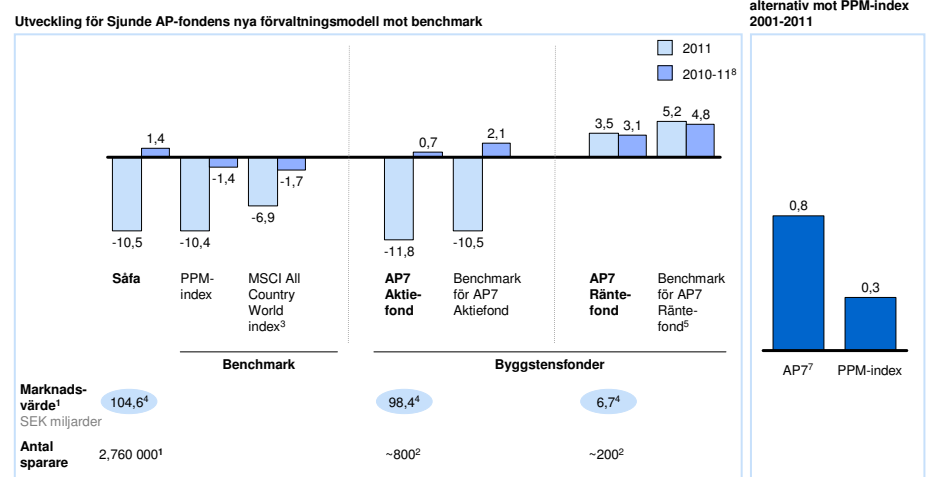
## UTVÄRDERING AV TOTALA RESULTATET FÖR SJUNDE AP-FONDEN

Under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011 genererade förvalsalternativet Såfa i genomsnitt en avkastning på 1,4% per år, medan PPM-index hade en genomsnittlig avkastning på -1,4% per år. Detta kan också jämföras med avkastningen på MSCI All Country World aktieindex som under perioden hade en genomsnittlig avkastning på 1,7% per år (Bild 53). 2011 var avkastningen på Såfa -10,5%, jämfört med -10,4% för PPM-index och -6,9% för MSCI All Country World aktieindex. Under hela perioden 2001-2011 har därmed Sjunde AP-fondens icke-valsalternativ<sup>2</sup> i genomsnitt avkastat 0,5 procentenheter mer än PPM-index per år.

Bild 53

### Utveckling för Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell 24 maj 2010 – 31 dec 2011 och ickevalsalternativet 2001-2011

Årlig avkastning; Procent



<sup>1</sup> 31 december 2011; <sup>2</sup> 31 december 2010. Avser de sparare som aktivt valt att investera hela eller delar av sin portfölj i en av byggstensfonderna (investeringar via Såfa och statens fondportföljer ej inkluderade); <sup>3</sup> I SEK men ej valutasäkrat; <sup>4</sup> Övrigt kapital investerat via Försiktig, Balanserad och Offensiv; <sup>5</sup> HMSC13 för 2010 och HMT74 för 2011; <sup>6</sup> AP7s benchmark för AP7 Aktiefond kommer ett normalår bestå av 1 x MSCI ACWI (i SEK) + 0,5 x MSCI ACWI (i USD). För 2010 är benchmark anpassat för hävstångens successiva uppbyggnad under året. <sup>7</sup> Utgår av PSF jan 2001-maj 2010 och Såfa maj 2010- dec 2011; <sup>8</sup> 24 maj 2010 – 31 dec 2011

KÄLLA: Sjunde AP-fonden, AP7 Årsredovisning; McKinsey-analys

Sjunde AP-fondens Aktiefond avkastade -11,8% 2011 och i genomsnitt 0,7% per år under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011. Aktiefondens avkastning var därmed lägre än fondens jämförelseindex både under 2011 och för perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011. Sjunde AP-fondens Räntefond avkastade 3,5% 2011 och i genomsnitt 5,2% per år under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011, vilket var lägre än

<sup>1</sup> Avser förvaltningsavgifter brutto (0,85%) samt rabatter (0,55%)

<sup>2</sup> Premiesparfonden jan 2001-maj 2010 och Såfa maj 2010- dec 2011

fondens jämförelseindex både under 2011 och för perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011.

## UTVÄRDERING AV AKTIV AVKASTNING FÖR SJUNDE AP-FONDEN

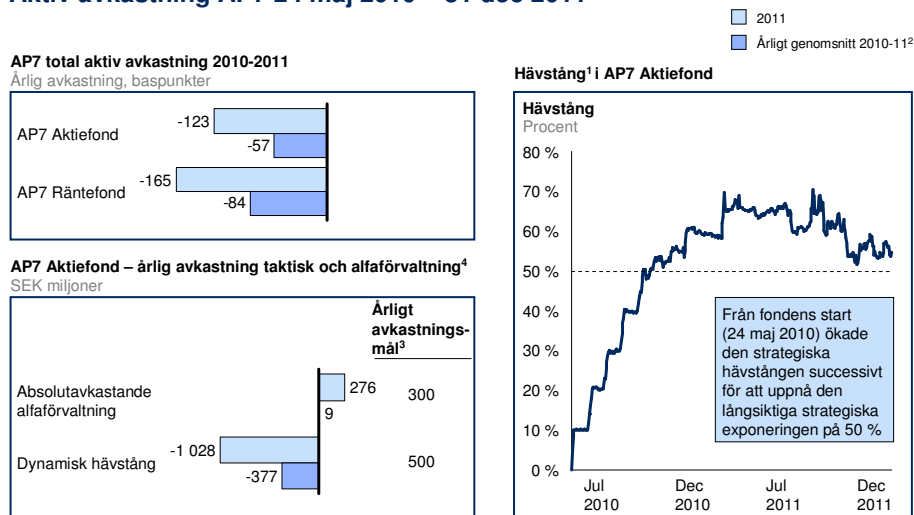
Den aktiva avkastningen 2011 för Sjunde AP-fondens Aktiefond respektive Räntefond var -123 och -165 baspunkter (Bild 54). För perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011 var därmed den aktiva avkastningen för Aktiefonden respektive Räntefonden -57 och -84 baspunkter.

De två främsta källorna till den aktiva avkastningen i AP7 aktiefond under 2011 var den absolutavkastande alfaförvaltningen och den dynamiska hävstången. Sammantaget genererade de två alfa-komponenterna en avkastning under 2011 på SEK -752 miljoner, vilket betyder en årlig avkastning på SEK -269 miljoner för perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011.

Den absolutavkastande alfaförvaltningen, som utvärderas på årsbasis, hade en positiv avkastning på SEK 276 miljoner 2011 jämfört med det årliga avkastningsmålet om SEK 300 miljoner. Den genomsnittliga avkastningen för perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011 var SEK 9 miljoner. Den dynamiska hävstången har en femårig utvärderingshorisont med ett mål om SEK 500 miljoner i genomsnitt per år. Under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2011 var den årliga genomsnittsavkastningen SEK -377 miljoner och under 2011 var avkastningen SEK -1 028 miljoner. Under 2011 har den dynamiska hävstången pendlat mellan 0-15 procentenheter.

Bild 54

### Aktiv avkastning AP7 24 maj 2010 – 31 dec 2011



<sup>1</sup> Inkluderar strategisk hävstång samt dynamisk hävstång. 31 december 2011 var den strategiska hävstången 54,8 % (exponering SEK 54 miljarder) och den dynamiska hävstången 4,8 % (exponering SEK 5 miljarder)  
<sup>2</sup> Arithmetiskt snitt  
<sup>3</sup> Absolutavkastande alfaförvaltning har ett årligt avkastningsmål medan den dynamiska hävstången utvärderas i genomsnitt över en 5-årsperiod  
<sup>4</sup> Aktiefondens alfa-avkastning i form av avvikelser från den strategiska inriktningen i betaportföljen genom exempelvis rebalanseringseffekter inte inkluderat (-36 baspunkter 2011)

KÄLLA: Sjunde AP-fonden; McKinsey-analys