

# Utvärdering av AP-fondernas verksamhet 2012

FINANSDEPARTEMENTET

SLUTRAPPORT

April 2013

# Innehållsförteckning

1. Angreppssätt för utvärderingen .....	1
2. AP-fondernas roll, utveckling och omvärld 2001-2012 .....	3
3. Sammanfattning och identifierade frågeställningar.....	9
4. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden .....	23
5. Grundläggande utvärdering av Andra AP-fonden.....	32
6. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden .....	39
7. Grundläggande utvärdering av Fjärde AP-fonden .....	46
8. Grundläggande utvärdering av Sjätte AP-fonden .....	55
9. Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden .....	60

# 1. Angreppssätt för utvärderingen

I januari 2012 fick McKinsey & Company uppdraget att genomföra den årliga utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2012-2014.

Uppdraget avser utvärdering av Första, Andra, Tredje, Fjärde, Sjätte och Sjunde AP-fondernas förvaltning under dels en längre period sedan fondernas respektive start, dels under rullande fem- respektive tioårsperioder. Den grundläggande utvärderingen ska omfatta värdet av fondernas strategiska beslut samt fondernas aktiva förvaltning. Om uppdragsgivaren finner behov kan ytterligare analys tillkomma till uppdraget. Under 2012 begränsades uppdraget till att endast omfatta den grundläggande utvärderingen.

Den grundläggande utvärderingen av Första till Fjärde AP-fondernas verksamhet 2012 beskriver skillnader i fondernas förvaltningsmodell och uppföljningsmodell för investeringsbeslut samt viktiga händelser under 2012, vid sidan om att utvärdera värdet av fondernas strategiska beslut och aktiva förvaltning. 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 2012.

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 2012. I årets grundläggande utvärdering beskrivs förändringar som fonden genomfört under 2012, som bygger vidare på det förändringsarbete som påbörjades under 2011. Buffertfondernas (Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna) gemensamma påverkan på inkomstpensionssystemet utvärderas över perioden 1 januari 2001 till 31 december 2012.

Sjunde AP-fonden utvärderas som en värdepappersfond och jämförs med övriga värdepappersfonder i premiepensionssystemet. Sjunde AP-fonden införde i maj 2010 en ny förvaltningsmodell. I utvärderingen av Sjunde AP-fondens verksamhet 2012 utvärderas resultaten för fondens nya förvaltningsmodell under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2012 samt resultaten från fondens förvalsalternativ under perioden 1 januari 2001 till 31 december 2012.

Utvärderingen av fondernas verksamhet baseras 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 slutet på januari till mitten på mars 2013 och har genomförts i en kontinuerlig process med fonderna. I rapporten redovisas först AP-fondernas roll i inkomstpensionssystemet och utveckling i relation till omvärlden 2001-2012 (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 2001-2012

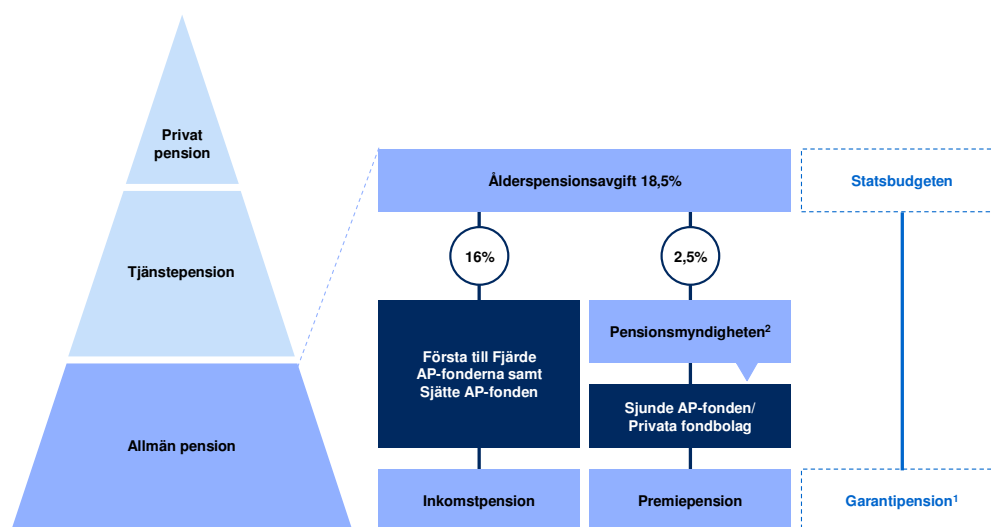
I det här kapitlet beskrivs AP-fondernas roll i det svenska pensionssystemet och buffertfondernas (Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna) utveckling 2001-2012, med fokus på deras påverkan på inkomstpensionssystemet samt hur de utvecklats i jämförelse med kapitalmarknaderna och ett urval av utländska 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 1). De två andra delarna är tjänstepensionen, som är en tjänsteförmån från arbetsgivaren, och det privata sparandet.

Bild 1

#### AP-fondernas roll i svenska pensionssystemet



1 Garantipension för de med låg eller ingen inkomst som finansieras med skatter  
2 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 409 500 år 2012) 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 till så kallade buffertfonder. Även Sjätte AP-fonden inkluderades i buffertfondkapitalet från och med 2001. 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, arbetskraftsdeltagande, 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 omkring 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 "förvalsalternativ"). Sjunde AP-fonden erbjuder utöver

förvalsalternativet fem ytterligare fondportföljer som kan väljas av alla arbetstagare i konkurrens med de övriga omkring 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 2001-2012

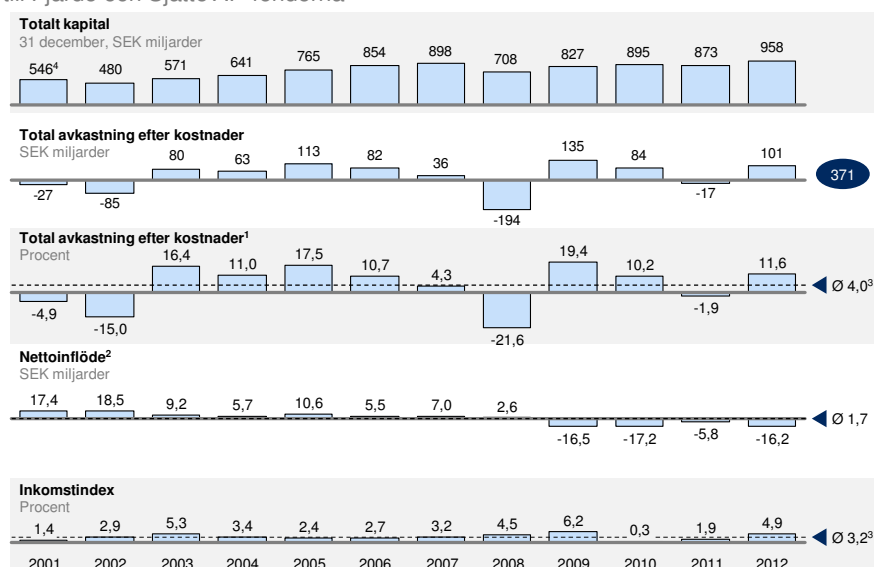
Sedan januari 2001 har buffertfondernas kapital växt från SEK 554 miljarder till SEK 958 miljarder och buffertfondernas avkastning efter kostnader har bidragit med SEK 371 miljarder av tillväxten. Det här motsvarar en genomsnittlig avkastning på 4,0% per år jämfört med inkomstindex som under samma period ökade med 3,2% per år. Buffertfonderna genererade 2012 en avkastning på SEK 101 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 2).

Bild 2

### Buffertfondernas utveckling 2001–2012

Första till Fjärde och Sjätte AP-fonderna

Total 2001-2012



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 3). 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

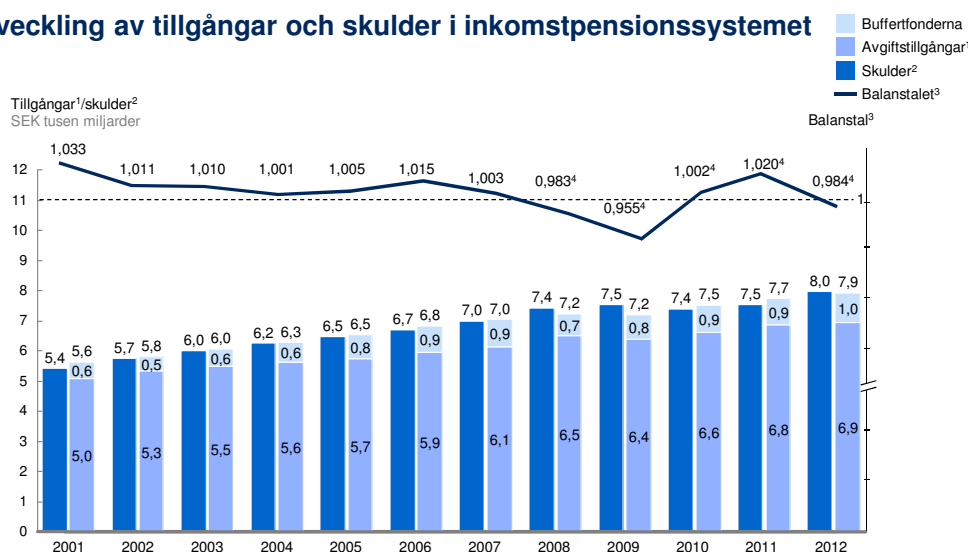
skulderna i systemet växte snabbare än avgiftstillgångarna. För att utjämna påverkan på inkomstpensionen beslutade Riksdagen 2009 att balanstalet från och med 2008 ska beräknas baserat på ett genomsnittligt värde på buffertfonderna under tre år. Utvecklingen i systemet 2008-2009 innebar att inkomstpensionen i absoluta tal skrevs ner med 3,0% respektive 4,3% 2010 och 2011 givet fördröjningen på ett år.

2010 och 2011 balanserade systemet igen (balanstalet översteg 1,0) framförallt drivet av att avgiftstillgångarna växte till följd av ökad sysselsättning och att pensionsskulden 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 skrev inkomstpensionen upp med 3,5% 2012 och 4,1% 2013.

Under 2012 balanserade inte systemet, trots buffertfondernas starka utveckling, drivet av en betydande uppskrivning av pensionsskulden. Detta tydliggör väl dynamiken i systemet där buffertfonderna endast utgör en mindre del av tillgångssidan och förändringar i pensionsskulden och avgiftstillgångarna har en betydligt större påverkan på systemet som helhet. 2012 års utveckling i systemet innebär en nedskrivning av inkomstpensionen 2014, som prognostiseras till 2,2%<sup>2</sup>. Sammantaget under hela perioden 2001-2012 har buffertfonderna bidragit positivt till balansen i systemet genom att generera en avkastning som överstiger inkomstindex.

Bild 3

### Utveckling av tillgångar och skulder i inkomstpensionssystemet



1 Bestäms av befolkningstillväxt, arbetskraftdeltagande, ekonomisk tillväxt och löneökningstakt

2 Bestäms av antal pensionärer, genomsnittlig livslängd och löneökningstakt

3 Balanstalet = buffertfonderna plus framtida inbetalningar dividerat med framtida utbetalningar för inkomstpension. Balanstalet ligger till grund för pensionsutbetalningar två år senare

4 Uträkningen ändrades i proposition 2008/09:219 genom att värdet på buffertfonderna räknas som genomsnitt av de 3 senaste åren. Enligt den tidigare definitionen var balanstalet 1,0139 2010, 1,0208 2011, samt 0,9900 2012

KÄLLA: Försäkringskassan; Pensionsmyndigheten; McKinsey analys



Buffertfonderna hade i slutet av 2012 47% av sitt kapital investerat i noterade aktier: 12% i svenska aktier, 28% i utländska aktier exklusive tillväxtmarknader och 7% i aktier i tillväxtmarknader. Av övriga 53% av kapitalet hade fonderna 34% investerat i räntebärande värdepapper, 16% i alternativa tillgångar<sup>3</sup> och 2% i andra tillgångar (Bild 4).

Fonderna har en stor andel investerat i aktier för att långsiktigt kunna uppnå en högre avkastning, vilket innebär att utvecklingen på aktiemarknaderna i hög utsträckning påverkar fondernas avkastning. Det är svårt att förutse utvecklingen på kapitalmarknaderna, men över längre historiska tidsperioder har noterade aktier genererat en avkastningspremium jämfört med räntor<sup>4</sup>.

2012 avkastade Stockholmsbörsen 16,5%, globala aktier 10,6% och aktier i tillväxtmarknader 12,6% mätt i svenska kronor. Under hela perioden 2001-2012 avkastade svenska aktier i genomsnitt 6,4% per år, globala aktier -0,2% per år och aktier i tillväxtmarknader 8,9% per år mätt i svenska kronor. Således har den höga andelen svenska aktier och aktier i tillväxtmarknader under perioden 2001-2012 bidragit positivt till fondernas resultat, men både svenska och utländska räntor har genererat en högre avkastning än utländska noterade aktier under perioden.

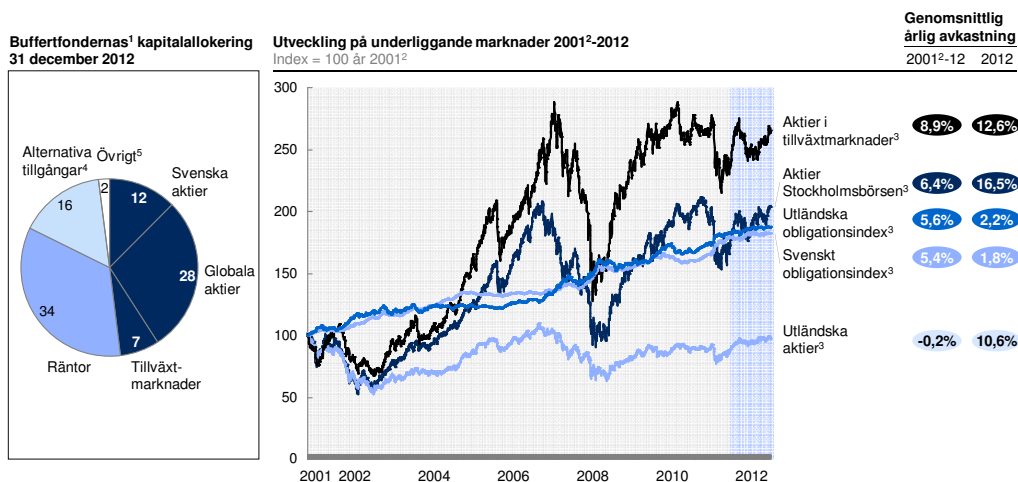
<sup>2</sup> Nominell förändring av inkomstpensionerna enligt Pensionsmyndighetens prognos den 20 februari 2013

<sup>3</sup> Fondernas definition av alternativa tillgångar skiljer sig något, exempelvis räknar vissa fonder in hedgefonder i alternativa tillgångar medan andra inkluderar hedgefonder i likvidportföljen

<sup>4</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)

## Bild 4

### Buffertfondernas allokering och utveckling på underliggande marknader



1 AP 1-4 och AP6

2 1 juli 2001

3 Aktier: Stockholmsbörsen (SIX RX) i SEK, globala aktier (MSCI World) i SEK, obligationsindex Sverige (Svenska Statsobligationer 5 år) i SEK, utländskt obligationsindex (US 5 year Government bonds) i USD, aktier i tillväxtmarknader (MSCI Emerging Markets) i SEK

4 Inkluderar AP6

5 Overlaymandat, TAA, etc.

KÄLLA: Affärsvärlden; MSCI; OMX; Datastream; Statistiska Centralbyrån; Svenska Försäkringskassan; McKinsey-analys

Buffertfondernas utveckling kan också jämföras med utländska statliga pensionsfonder med liknande uppdrag (Bild 5). 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.

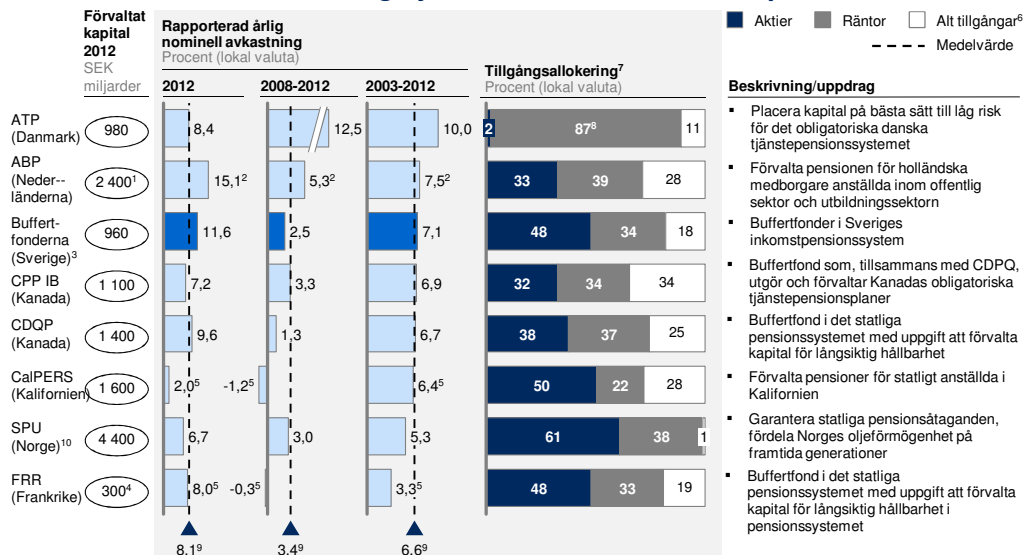
En jämförelse av rapporterad avkastning visar att de svenska buffertfonderna 2012 genererade högre avkastning än de flesta av de jämförda utländska pensionsfonderna. Även under den senaste tioårsperioden 2003-2012 har buffertfonderna genererat en relativt hög avkastning jämfört med de utländska pensionsfonderna med en genomsnittlig årlig avkastning på 7,1% jämfört med ett genomsnitt på 6,6% för de jämförda fonderna. Under den senaste femårsperioden 2008-2012 understeg dock buffertfondernas avkastning genomsnittet för de jämförda fonderna. Två av de sju jämförda fonderna genererade en högre avkastning än buffertfonderna 2003-2012: ATP i Danmark och ABP i Nederländerna. 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. Samtidigt har buffertfonderna gynnats av en stark utveckling för svenska aktier jämfört med utländska aktier eftersom fonderna är överviktade i svenska aktier jämfört med de andra fonderna.

De flesta jämförda fonder har en högre andel alternativa tillgångar än buffertfonderna. En bidragande orsak till detta är att Första till Fjärde AP-fondernas nuvarande

placeringsregler begränsar fondernas möjligheter att investera i onoterade tillgångar (se även kapitel 3).

Bild 5

### Buffertfondernas avkastning i jämförelse med utländska pensionsfonder



<sup>1</sup> Per den 30 Sept 2012; <sup>2</sup> Avkastning för Q1-Q3 2012 annualiserat för hela året; <sup>3</sup> AP1-4 och AP6; <sup>4</sup> Per den 30 Juni 2012; <sup>5</sup> Avkastning för Q1-Q2 2012 annualiserat för hela året; <sup>6</sup> Alternativa tillgångar inkluderar bland annat private equity, fastigheter, infrastruktur, samt derivat; <sup>7</sup> Baserat på faktisk allokering 31 Dec 2012, alternativt senast tillgänglig placeringsrapport; <sup>8</sup> Inkluderar den totala hedgingportföljen på SEK -650 miljoner. Hedgingportföljen inkluderar främst räntebärande tillgångar samt derivat; <sup>9</sup> Genomsnittet inkluderar ej buffertfonderna; <sup>10</sup> Avkastningsiffrorna är baserade på fondens viktade valutakorg är omräknad till NOK

KÄLLA: Årsredovisningar; Oanda; McKinsey-analys

### 3. Sammanfattning och identifierade frågeställningar

Det här kapitlet sammanfattar den grundläggande utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2012 i tre avsnitt: Första till Fjärde AP-fonderna, Sjätte AP-fonden och Sjunde AP-fonden. I slutet av sammanfattningen 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>5</sup>–2012**

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>6</sup>.

Fonderna har sedan 2008 genomfört viktiga förändringar i sina förvaltningsmodeller och investeringsstrategier, till exempel avseende arbetssätt och relativt fokus på medelfristiga strategiska allokeringsbeslut i förhållande till kortsiktig aktiv förvaltning, omfattning av VD:s mandat att fatta strategiska investeringsbeslut och fördelning mellan intern och extern förvaltning.

Under 2012 har fonderna fortsatt att utveckla sina förvaltningsmodeller och investeringsstrategier och samtliga fonder har genomfört viktiga förändringar (Bild 6). Två gemensamma teman bland fonderna är att de fortsatt att öka fokus på investeringar i alternativa tillgångar samt på riskhantering. Första till Fjärde AP-fondernas investeringar i alternativa tillgångar har ökat från 11% till 14% av totalt förvaltad kapital under 2012 med ökning tvärs alla fonder. Största ökningen har skett i Första AP-fonden, som 2012 ökade investeringarna i alternativa tillgångar från 9% till 16% av totalt förvaltad kapital, med syfte att öka diversifieringen och sänka volatiliteten i portföljen. Andra och Fjärde AP-fonderna har bildat riskkommittéer/riskutskott i styrelsen och utökat organisationens risk- och compliance-funktioner<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>6</sup> Lagen om allmänna pensionsfonder (2000:192), Propositionen om AP-fonden i det reformerade pensionssystemet (1999/2000:46)

<sup>7</sup> Liknande kommittéer/funktioner finns i viss utsträckning sedan tidigare i övriga fonder

## Bild 6

### Viktiga händelser under 2012 för Första till Fjärde AP-fonderna

<b>AP1</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Skift från noterade aktier och räntor till fastigheter, PE, hedgefonder och nya investeringar</li> <li>Införande av nya investeringsstrategier i aktieportföljen (med ökat fokus på ESG<sup>1</sup>)</li> <li>Förtydligt förvaltningsmandat för fastigheter, PE, hedgefonder och nya investeringar</li> <li>Ökad öppen valutaexponering från 21% till 27%</li> </ul>
<b>AP2</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ökat fokus på risk och avkastningsanalys i organisationen               <ul style="list-style-type: none"> <li>F.d. CFO-roll har delats in i två – chef för risk och avkastningsanalys och chef för affärsstöd</li> <li>Bildande av riskkommitté i styrelsen</li> </ul> </li> <li>Ökat fokus på alternativa investeringar (från 12 % till 15 %) samt införande av nya tillgångsslaget alternativa riskpremier (till 0,4 %)</li> <li>Beslut om bildande av ny enhet – "Tillväxtmarknadsförvaltning" – samt erhållande av licens för att investera direkt i A-aktier på den inhemska kinesiska marknaden</li> </ul>
<b>AP3</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ökade investeringar i fastigheter och skog om SEK 2,8 miljarder (från 7% till 8%) samt beslut om ytterligare investeringar om SEK 4,8 miljarder att slutföras under 2013</li> <li>Strategiskt inriktningsbeslut om att minska beroendet av riskfaktorn aktier</li> <li>Fortsatt utveckling av high quality- (0,9% av fondkapitalet) samt volatilitetsstrategier (kapitallösa mandat; exponeringen motsvarar 1,7% av fondkapitalet) i aktieportföljen</li> <li>Ny utvärderingsmodell för lång- och medelfristiga investeringsbeslut</li> <li>Förstärkt fokus på ESG i förvaltningen, bland annat inom high quality-strategin</li> </ul>
<b>AP4</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Införande av ny förvaltningsstruktur med syfte att tillvarata affärsmöjligheter med längre placeringshorisonter än tre år med utökat mandat till VD</li> <li>Ökade strategiska investeringar (med 3-15 års sikt) inom ESG, absolutavkastande samt små och medelstora bolag</li> <li>Utökning av compliance- och juristfunktionerna med 1 FTE vardera</li> <li>Bildande av riskutskott med uppgift att biträda styrelsen</li> </ul>

<sup>1</sup> Miljö, etik och ägarstyrning

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

## Bild 7

### Sammanställning över uppföljningsmodeller Första till Fjärde AP-fonderna

AP 1	AP 2	AP 3	AP 4
<p><b>1. Total portfölj</b> utvärderas i förhållande till</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Totalt mål (5/10 år) ✓</li> <li>Inkomstindex (5/10 år) ✓</li> <li>Jämförbara förvaltare (5/10 år) ✗</li> <li>Möjliga portföljer inom VD-mandat och AP-fondslagen (3/5 år) ✗</li> <li>Kostnadseffektivitet (3 år) ✗</li> </ul> <p><b>2. Portföljbeslut</b> utvärderas utifrån</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Strategisk allokering (3-5 år) ✓</li> <li>Strategisk förvaltning (3-5 år) ✓</li> <li>Operativ förvaltning (3-5 år) ✓</li> </ul> <p><b>3. Affärsenheters förvaltning</b> utvärderas i förhållande till utfärdade mandat (3-5 år) ✗</p> <p><i>Modellen infördes 2011</i></p>	<p><b>1. Strategisk portfölj (inkl. valutahedge)</b> utvärderas i förhållande till avkastningsantagande 4,5% (~10 år) ✓<sup>2</sup></p> <p><b>2. Indexval</b> utvärderas i förhållande till traditionella marknadsindex (kontinuerligt) ✓</p> <p><b>3. Taktisk förvaltning</b> utvärderas utifrån bidrag till relativ avkastning från kapitallösa mandat (1 år) ✓<sup>2</sup></p> <p><b>4. Operativ förvaltning</b> utvärderas utifrån bidrag till relativ avkastning från övriga noterade tillgångar (1 år) ✓</p> <p><b>5. Alternativa investeringar</b> utvärderas i förhållande till avkastningsbidrag (~10 år) ✓</p> <p><i>Modellen har utvecklats successivt sedan 2006</i></p>	<p><b>1. Total portfölj</b> utvärderas i förhållande till</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Totalt mål (5/10 år) ✓</li> <li>Långsiktig statisk portfölj<sup>5</sup> (noterade aktier och räntor) (5-10 år) ✓</li> <li>Extern jämförelsegrupp (5 år) ✓<sup>3</sup></li> <li>Kvalitativ självutvärdering (1 år) ✗</li> </ul> <p><b>2. Portföljens delkomponenter</b> (riskklasser, underriskklasser samt valuta-fördelning) utvärderas i förhållande till den långsiktiga statiska portföljen (5-10 år) ✗</p> <p>I tillägg görs uppföljningar ad-hoc inom enskilda investeringsområden</p> <p><i>Modellen infördes 2012</i></p>	<p><b>1. Normalportfölj</b> utvärderas i förhållande till avkastningsbidrag, riskbidrag och förvaltningskostnadsandel (10 år) ✓</p> <p><b>2. Strategisk förvaltning</b> utvärderas i förhållande till avkastningsbidrag, riskbidrag och förvaltningskostnadsandel (5 år) ✓<sup>4</sup></p> <p><b>3. Taktisk förvaltning</b> utvärderas i förhållande till (3 år) ✓</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Avkastningsbidrag</li> <li>Riskbidrag</li> <li>Förvaltningskostnadsandel</li> </ul> <p><i>Modellen infördes 2012 (efter ny förvaltningsstruktur)</i></p>
<p>Samtliga fonder följer även kontinuerligt upp totalportföljens resultat gentemot fondens egna långsiktiga avkastningsmål över en viss tidsperiod</p>			

<sup>1</sup> Avser om det kvantitativa underlaget till uppföljningen finns tillgängligt externt

<sup>2</sup> Nedbrytning per mandat/tillgångsslag redovisas ej

<sup>3</sup> Pensionsfonderna i den externa jämförelsegruppen redovisas ej externt

<sup>4</sup> Aggregerad utvärdering av den strategiska förvaltningen redovisas. Enskilda utvärderingar av makro- respektive faktorförvaltningen redovisas ej.

Utvärdering på mandat/förvaltningsenhetsnivå redovisas ej

<sup>5</sup> Utvärdering av både faktisk och riskjusterad avkastning

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

Fonderna har också under 2012 fortsatt utveckla sina modeller för uppföljning av investeringsbeslut givet att fondernas arbetssätt blivit mer dynamiskt under de senaste åren (Bild 7). Samtliga fonder har nu implementerat modeller för uppföljning av investeringsbeslut på flera nivåer i portföljen, på olika tidshorisoner och med olika infallsvinklar, till exempel avkastning, kostnad och risk. Samtliga fonder redovisar åtminstone delar av resultaten från uppföljningen externt.

En utvärdering av fondernas genomsnittliga årliga avkastning efter kostnader gentemot deras långsiktiga nominella avkastningsmål ger olika utfall beroende på vilken tidsperiod utvärderingen görs över. Samtliga fonder har uppnått sina långsiktiga avkastningsmål under den senaste tioårsperioden, men ingen av fonderna har uppnått dem varken sedan starten 2001 eller under den senaste femårsperioden (Bild 8).<sup>8</sup>

Andra AP-fonden har haft högst avkastning sedan systemets start (4,8% per år), under den senaste tioårsperioden (7,4% per år) samt under 2012 (13,3%). Fjärde AP-fonden har haft högst avkastning under den senaste femårsperioden (3,3% per år), samtidigt som den har haft lägst avkastning sedan systemets start (4,3% per år). Tredje AP-fonden har haft lägst avkastning under den senaste tioårsperioden (6,7% per år), under den senaste femårsperioden (1,9% per år) samt under 2012 (10,7%).

Utvecklingen under 2012 var stark i en historisk jämförelse. Första AP-fonden nådde en avkastning på 11,3%, Andra AP-fonden 13,3%, Tredje AP-fonden 10,7% och Fjärde AP-fonden 11,2%. En jämförelse av fondernas nedbrytning av den egna avkastningen visar att Andra AP-fonden skiljer ut sig genom att rapportera ett starkare resultat från valuta (drivet av ett positivt bidrag från en valutahedge). 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 i jämförelsen genererade 2012 en avkastning på mellan 2,0% och 15,1%. Den relativt mindre skillnaden drivs i hög utsträckning av skillnader i jämförelsefondernas uppdrag och placeringsregler och tillgångsallokering (mellan olika tillgångsslag och geografiska marknader). Skillnaderna mellan AP-fondernas tillgångsallokering är mindre än skillnaderna mellan de utländska fondernas tillgångsallokering.

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>9</sup>. Ett sätt att bedöma vilken marknadsrisk fonderna tagit i relation till sin uppnådda avkastning är att beräkna den så kallade

<sup>8</sup> Fonderna har enligt uppdrag utvärderats sedan start, över den senaste tioårsperioden samt över den senaste femårsperioden (det är värt att notera att fondernas långsiktiga avkastningsmål ej är definierade enligt dessa tidshorisoner)

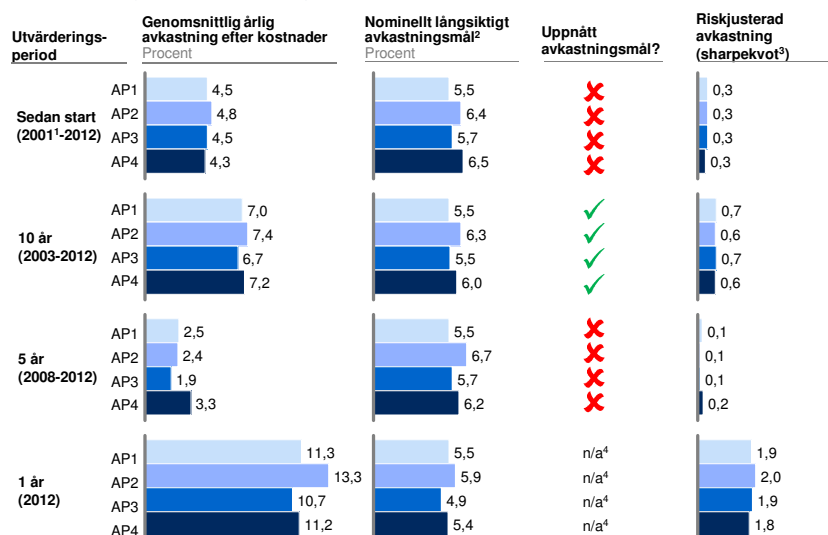
<sup>9</sup> Definieras som risken att värdet på en tillgång förändras drivet av förändringar i värderingen av de underliggande tillgångarna. Fondernas utsätter sig också för andra risker, till exempel motpartsrisker, operationella risker och systemrisker

”sharpekvoten”<sup>10</sup> som ett mått på den riskjusterade avkastningen. En analys av fondernas sharpekvoter försvåras av att fonderna har olika andel onoterade tillgångar i portföljen, vilka till skillnad från noterade tillgångar inte värderas dagligen och därmed drar ner portföljens volatilitet. Fondernas sharpekvoter har därför beräknats både för fondernas totalportföljer och likvidportföljer (den sistnämnda består endast av noterade tillgångar med dagliga värderingar), dock är skillnaderna i värden däremellan små. Vidare är sharpekvoten endast relevant att jämföra om den är positiv och beräknas därför bara över perioder när avkastningen överstiger den riskfria räntan.

En analys av fondernas riskjusterade avkastning, mätt som sharpekvot, över tid visar att de ovan nämnda skillnaderna i avkastning motsvaras av skillnader i fondernas riskprofil. Det här innebär att skillnaderna mellan fondernas riskjusterade avkastning är små under alla utvärderade tidsperioder. Samtliga fyra fonder hade en sharpekvot på 0,3 per år för totalportföljen sedan systemets start 2001, 0,6-0,7 per år den senaste tioårsperioden och 0,1-0,2 per år den senaste femårsperioden.

Bild 8

### Sammanfattning Första till Fjärde AP-fonderna



Not: Riskjusterad avkastning (sharpekvoter) kan skilja sig från redovisade värden då olika riskfria räntor har använts i beräkningarna  
<sup>1</sup> 1 juli 2001  
<sup>2</sup> AP-fondernas långsiktiga målsättning skiljer sig över tidsperioderna. AP1 har som målsättning att nå en nominell avkastning på 5,5% per år. AP2 har som målsättning att nå en real avkastning på 5% sedan 2005, mellan 2001- 04 var målsättningen 4% realt. AP3 har som målsättning att nå en real avkastning på 4%. AP4 har som målsättning att nå en real avkastning på 4,5%  
<sup>3</sup> Avser sharpekvoten för totalportföljen. Liknande mönster för AP1-4 kan utläsas i jämförelser av likvidportföljers sharpekvot  
<sup>4</sup> Ej applicerbart då avkastningsmålen följs upp på en period som överstiger ett år

KÄLLA: Första till Fjärde AP-Fonden; McKinsey-analys

<sup>10</sup> Sharpekvoten beräknas som skillnaden mellan fondens avkastning och den riskfria räntan dividerat med fondens volatilitet och benämns oftast riskjusterad avkastning

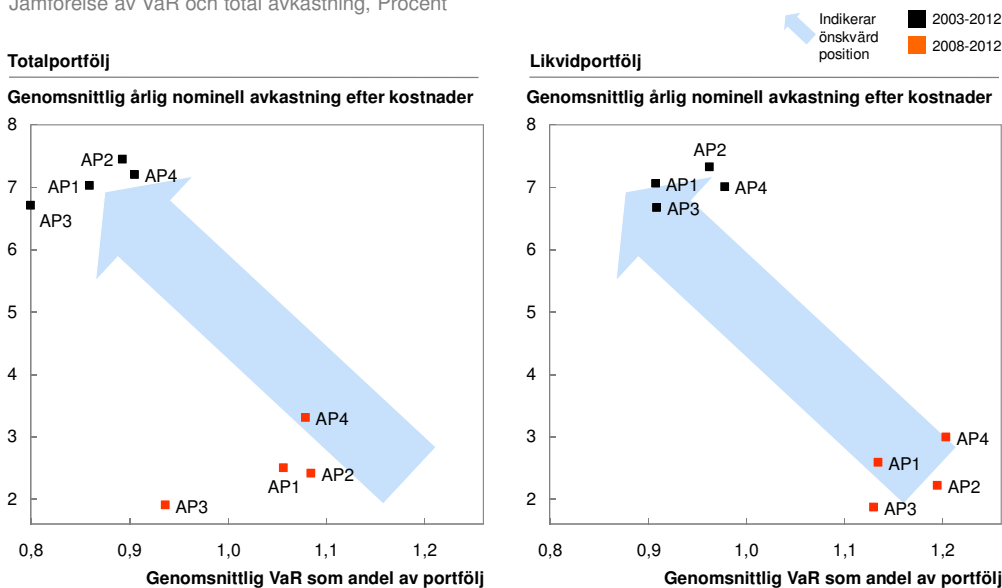
Ett annat vedertaget riskmått är Value at Risk (VaR), som anger den maximala förlust som portföljen riskerar att göra under en dag<sup>11</sup>. Alla fonderna redovisar VaR idag, men det finns skillnader i hur fonderna definierar och beräknar VaR. Dessutom finns samma utmaning vad gäller beräkning av VaR för onoterade tillgångar som vad gäller sharpekvoten. För onoterade tillgångar finns inga marknadsnoteringar, utan marknadsvärden uppskattas med relativt låg frekvens, vilket kan innebära att den verkliga risken underskattas. Med anledning av detta har VaR för fonderna i utvärderingen beräknats utifrån en gemensam metodik och definition samt för både fondernas totalportföljer och likvidportföljer.

En analys av fondernas årliga avkastning i relation till VaR visar att Andra och Fjärde AP-fondernas högre avkastning har skapats genom att ta en högre risk uttryckt som VaR (Bild 9). Tredje AP-fonden har haft lägst totalavkastning men även lägst VaR under samtliga tidsperioder. Dessa resultat är i linje med de små skillnaderna i riskjusterad avkastning tvärs fonderna som analysen av den riskjusterade avkastningen med sharpekvoten visar.

Bild 9

### Jämförelse mellan risk och avkastning för Första till Fjärde AP-fonderna

Jämförelse av VaR och total avkastning, Procent



Not: Value at Risk (VaR) är ett riskmått som med 95% sannolikhet anger en portföljs maximala förlust under en specifik tidsperiod. VaR har uppskattats ex-post på daglig basis baserat på 1 års rullande avkastningshistorik (i procent) med antagande om 260 handelsdagar per år. Det genomsnittliga värdet för VaR över tidsperioder beräknas som genomsnittet av dagliga värden under tidsperioden. En enhetlig definition av Value at Risk har använts tvärs AP1-4

KÄLLA: Första till Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

Första till Fjärde AP-fonderna arbetar idag på olika sätt med aktiv förvaltning, vilket försvårar traditionella jämförelser mellan fonderna. Förändringar i fondernas

<sup>11</sup> Med 95% sannolikhet. VaR drivs huvudsakligen av volatiliteten i marknaden, korrelationen mellan tillgångsslagen och positionsförändringar i portföljen

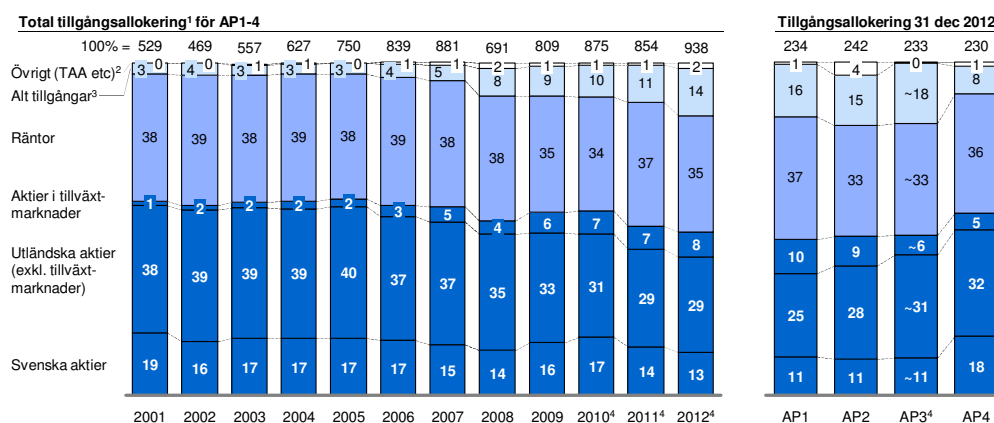


förvaltningsmodell innebär också att definitionen på aktiv förvaltning förändrats över tid och försvårar historiska jämförelser. Generellt har fonderna under de senaste året minskat fokus på aktiv förvaltning relativt strategisk och taktisk tillgångsallokering. Under 2012 samt under den senaste femårsperioden genererade samtliga fonder en positiv avkastning från sin aktiva förvaltning före kostnader. Resultaten från fondernas aktiva förvaltning presenteras i mer detalj i kapitel 4-7 om respektive fond.

Bild 10

### Faktisk tillgångsallokering Första till Fjärde AP-fonderna

% av fondernas faktiska portfölj; 100 % = SEK miljarder



1 Årlig genomsnittlig tillgångsallokering  
2 Overlaymandat, TAA, etc.  
3 Alternativa tillgångar omfattar fastigheter, private equity, hedgefonder, konvertibler, jordbruk, infrastruktur, alternativa riskpremier mm.  
4 Tillgångsallokeringen för AP3 2010-12 är indikativ då en exakt konvertering av riskklasser till tillgångsklasser ej kan göras  
5 Skiljer sig från illustrerade värden i grafen på grund av avrundning

KÄLLA: AP-fonderna; McKinsey-analys

Första till Fjärde AP-fondernas aggregerade faktiska tillgångsallokering har sedan 2001 varit relativt stabil, men med ett par viktiga förändringar. Andelen svenska aktier har varierat mellan 19% och 13% och utländska aktier mellan 36% och 42% (Bild 10). Fonderna har inom utländska aktier ökat andelen aktier i tillväxtmarknader successivt och vid utgången av 2012 hade fonderna 8% investerat i aktier i tillväxtmarknader. Fondernas aktieallokering skiljer sig dock väsentligt från den globala aktiemarknaden, med övervikt i Sverige och undervikt i tillväxtmarknader (en så kallad "home bias" som är vanlig hos pensionsfonder).

Sedan 2005 har fonderna också successivt ökat allokeringen till alternativa tillgångar från 3% till 14% och 2012 minskade fonderna sin allokering till svenska aktier och räntor till förmån för alternativa tillgångar och aktier i tillväxtmarknader. 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 aktier (maximalt 5% av det

investerade kapitalet). För investeringar i fastigheter finns inga begränsningar, vilket fonderna utnyttjat för att öka andelen alternativa tillgångar. I och med minskad allokering till räntor under året närmar sig flera av fonderna minimigränsen på minst 30% i räntebärande tillgångar.

En jämförelse vid utgången av 2012 visar att Fjärde AP-fonden har 55% 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 46% och 48% av kapitalet investerat i noterade aktier och 11% investerat i noterade svenska aktier. Det finns även vissa skillnader vad gäller fondernas allokering till alternativa tillgångar, där Tredje AP-fonden har högst andel med omkring 18% medan Fjärde AP-fonden har lägst andel med 8%. 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.

## **SJÄTTE AP-FONDEN 1997-2012**

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>12</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 stora förändringar i strategi och organisation. Under 2012 fortsatte fonden förändringsarbetet som påbörjades 2011 och under hösten 2012 fick fonden en ny VD. Följande viktiga förändringar genomfördes under året:

- Fonden fick, vid sidan om ny VD, tre nya personer i ledningsgruppen: chef för Företagsinvesteringar, chef för Fondinvesteringar och CFO<sup>13</sup>, varav den sistnämnda rekryteringen skedde internt. Kommunikationschef och Chefsjurist är desamma som vid årets början.
- Fonden sålde ett tiotal bolag under året, varav de största försäljningarna var MECA och Lindab (dessa två försäljningar bidrog tillsammans med omkring SEK 2,3 miljarder till likviditetsförvaltningen).
- Fonden utvecklade och började operationalisera strategin som beslutades på hög nivå under 2011. Fonden beslutade att rikta in sig på att göra färre men större direktinvesteringar i mogna bolag som minoritetsägare tillsammans med

<sup>12</sup> Sjätte AP-fondens uppdrag beskrivs lagarna 2000:193 och 2007:709 samt tillhörande förarbeten

<sup>13</sup> Tillträdde den 1 januari 2013

samarbetspartners (ett exempel på det är fondens investering i det norska bolaget Aibel i slutet av 2012<sup>14</sup> tillsammans med Ratos). Fondens målsättning är att därigenom över tid minska antalet direktägda bolag från ca 50 till 10-15 bolag i portföljen. Fonden tog också flera initiativ för att förändra sin organisation och arbetssätt med syfte att säkra kvaliteten i förvaltningen och uppnå en mer effektiv ägarstyrning.

- Fonden fokuserade också under året på att börja positionera sig externt enligt den nya strategin (expertis inom både fond- och direktinvesteringar, kännedom om den nordiska marknaden och möjligheten att ta en minoritetsroll i saminvesteringar) och återetablera sig på marknaden för nya investeringar.

Fondens kapital uppgick vid utgången av 2012 till totalt SEK 20,2 miljarder, varav SEK 13,7 miljarder var investerat i fondens investeringsverksamhet och SEK 6,5 miljarder låg i fondens likviditetsförvaltning<sup>15</sup>. Sjätte AP-fondens totala kapital har 1997-2012 vuxit med SEK 9,8 miljarder, vilket motsvarar en avkastning efter kostnader på 4,2% per år (Bild 11). Under perioden 2003-2012, då en majoritet av fondkapitalet har varit investerat i fondens investeringsverksamhet, har Sjätte AP-fondens avkastning efter kostnader varit 5,7% per år. Det är lägre än fondens avkastningsmål, både det som gällde fram till och med 2011 och det som gäller från 2012, och flera externa aktiemarknadsindex för medelstora och små svenska bolag. Fondens avkastning var dock högre än inkomstindex. Det nya avkastningsmålet bedöms relevant för fondens verksamhet idag. Det är dock värt att notera att fondens nya avkastningsmål som gäller från 2012 är anpassat för den nya investeringsstrategin. Det gör avkastningsmålet mindre relevant för perioden före 2012.

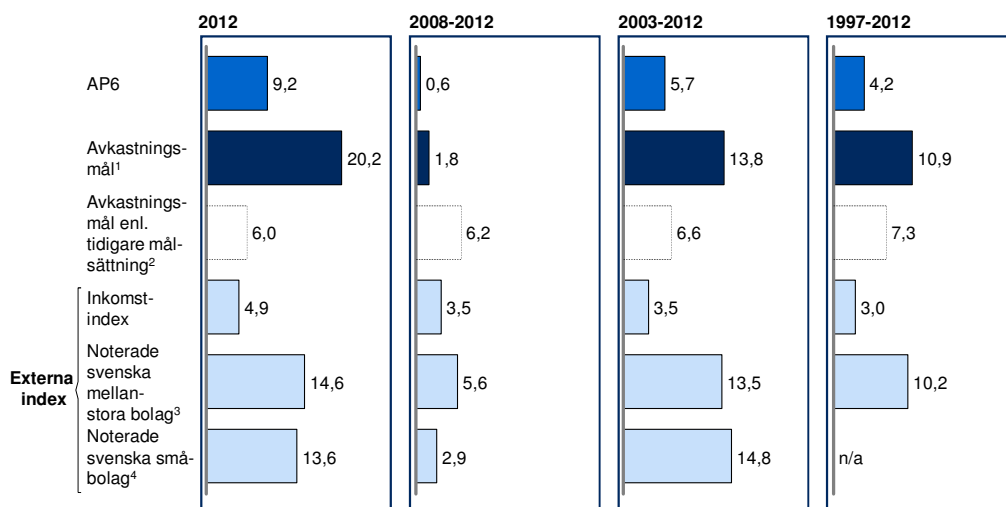
<sup>14</sup> Inkluderas i räkenskaperna för 2013

<sup>15</sup> Inkluderar sedan 2012 noterade småbolag

Bild 11

## Resultat Sjätte AP-fondens totala portfölj

Genomsnittlig årlig avkastning efter totala kostnader; Procent



1 Nytt avkastningsmål sedan 2012: SHB Nordix All-Share + riskpremie om 2,5% baserat på fondens riskprofil och kassaallokering

2 Baserat på den målsättning som användes 2003-11: 4,5 % plus reporänta. Före 2003 var målet ett börsindex. Under 1997-2012 var reporäntan 2,76 % per år, under 2003-2012 2,12 % per år, under 2008-12 1,70% per år, samt under 2012 1,46%

3 Total avkastning för MSCI Swedish Mid cap (för svenska mellanstora bolag)

4 Total avkastning för MSCI Swedish Small cap (för svenska småbolag)

KÄLLA: Sjätte AP-fonden; McKinsey-analys

Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet genererade under perioden 2003-2012 en avkastning efter kostnader på 6,7% per år (Bild 43, Kapitel 8). Fondens avkastning i investeringsverksamheten är i hög grad driven av marknadssegmentet mogna bolag, som genererat en årlig avkastning på 14,8% för företagsinvesteringar och 18,6% för fondinvesteringar under 2003-2012. Samtidigt genererade Venture Capital -24,7% per år för företagsinvesteringar och -5,2% per år för fondinvesteringar under samma period. Investeringarna i mogna bolag har överträffat fondens nya avkastningsmål som gäller från 2012 under samtliga längre utvärderade tidsperioder.

Fondens kostnader under 2003-2012 har varierat mellan SEK 130 och 180 miljoner per år (0,71%-1,40% av förvaltad kapital per år). 2012 uppgick fondens kostnader till SEK 137 miljoner (0,71%).

## SJUNDE AP-FONDEN 2001-2012

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

byggstonsfonder AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond. Sex nya produkter lanserades, varav AP7 Såfa<sup>16</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 premiepensionsindex<sup>17</sup> och målet för AP7 Aktiefond och AP7 Räntefond är att slå sina respektive jämförelseindex.

Under 2012 har Sjunde AP-fonden genomfört flera förändringar. Fonden gjorde en omorganisering av ledningsgruppen och bildade tre grupper / kommittéer: placeringskommitté, riskhanteringskommitté samt administrativ och strategisk ledningsgrupp. Dessutom reducerades VDs mandat för den dynamiska hävstången i AP7 Aktiefond från bandbredden 100-170% till 140-160% (+/-10 procentenheter från den långsiktiga strategiska inriktningen på 150%) och fonden stängde ned två alfa-mandat och gjorde en upphandling av nya mandat. Fonden beslutade också om en avgiftssänkning med 0,01 procentenhet för respektive byggstonsfond. I tillägg rullade fonden ut en kommunikationsstrategi och anställde en kommunikationschef på heltid med syfte att öka transparensen och informationen till spararna.

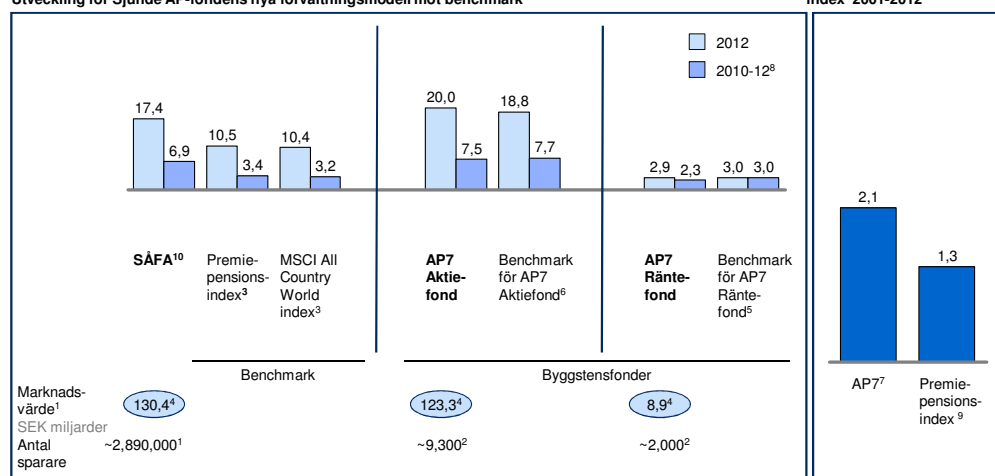
Bild 12

### Utveckling för Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell 24 maj 2010 – 31 dec 2012

Årlig avkastning; procent

Utveckling för Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell mot benchmark

Utveckling för AP7s förvaltsalternativ mot Premiepensions-index<sup>9</sup> 2001-2012



1 Fondförmögenhet den 31 december 2012; 2 31 december 2012. Avser de sparare som aktivt valt att investera hela eller delar av sin portfölj i en av byggstonsfonderna (investeringar via Såfa och statens fondportföljer ej inkluderade); 3 I SEK men ej valutasäkrat; 4 Övrigt kapital investerat via Försiktig, Balanserad och Offensiv; 5 HMSC13 för 2010 och HMT74 för 2011; 6 AP7:s benchmark för AP7 Aktiefond kommer ett normalår bestå av 1 x MSCI ACWI (i SEK) + 0,5 x MSCI ACWI (i USD) samt justering för finansiering av hävstång. För 2010 är benchmark anpassad för hävstångens successiva uppbyggnad under året. 7 Utgörs av PSF jan 2001-maj 2010 och Såfa maj 2010-dec 2012; 8 Geometriskt snitt av den årliga avkastningen 24 maj 2010 – 31 dec 2012; 9 Genomsnitt av avkastningen för fonderna i premiepensionssystemet (exklusive AP7:s produkter); 10 SÅFA bestod den 28 december 2012 av 93,3% AP7 Aktiefond och 6,7% AP7 Räntefond

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

<sup>16</sup> Såfa står för Statens Årskullsförvaltningsinitiativ. Statens icke-valsalternativ var fram till maj 2010 Sjunde AP-fondens Premiesparfond. Såfan kan också aktivt väljas

<sup>17</sup> Premiepensionsindex definieras som den genomsnittliga fondavkastningen i premiepensionssystemet exklusive AP7:s produkter genom hela rapporten

Sjunde AP-fonden förvaltade vid slutet av 2012 27,1% av totala premiepensionssystemets kapital, vilket motsvarar SEK 132 miljarder. Under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2012 genererade förvalsalternativet Såfa i genomsnitt en avkastning på 6,9% per år, medan premiepensionsindex hade en genomsnittlig avkastning på 3,4% per år. 2012 var avkastningen på Såfa 17,4%, jämfört med 10,5% för premiepensionsindex.

Under hela perioden 2001-2012 har därmed Sjunde AP-fondens förvalsalternativ<sup>18</sup> i genomsnitt avkastat 0,8 procentenheter mer än premiepensionsindex 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 2012 (Bild 12).

Den aktiva avkastningen 2012 för Sjunde AP-fondens Aktiefond respektive Räntefond var 119 respektive -5 baspunkter. För perioden 24 maj 2010 till 31 december 2012 var den aktiva avkastningen för Aktiefonden respektive Räntefonden -14 respektive -65 baspunkter per år. De två främsta källorna till den aktiva avkastningen i AP7 aktiefond under 2012 var den taktiska allokeringen (+56 baspunkter) och exponeringen mot tillväxtmarknader (+32 baspunkter).

Kostnader som andel av genomsnittligt kapital uppgick 2012 till 0,25% för AP7 Aktiefond (0,28% 2011) och 0,09% för AP7 Räntefond (0,09% 2011).

Förvaltningsavgiften för AP7 Aktiefond respektive AP7 Räntefond uppgick 2012 till 0,15% respektive 0,09% av fondens förmögenhet. Genomsnittlig förvaltningsavgift hos de 804 fonder som ingick i premiepensionssystemet 31 december 2012 var 0,58%.

## **IDENTIFIERADE FRÅGESTÄLLNINGAR BASERAT PÅ ÅRETS GRUNDLÄGGANDE UTVÄRDERING**

Baserat på resultaten från utvärderingen av AP-fondernas verksamhet 2012 har ett antal frågeställningar identifierats som bedöms viktiga för att fortsätta utveckla fondernas verksamhet. Flera av frågeställningarna har återfunnits i tidigare års utvärderingar och har aktualiserats igen till följd av utvecklingen under 2012. De identifierade frågeställningarna är:

- **Hur bör Första till Fjärde AP-fondernas uppdrag och målsättning vara definierade för att fonderna ska uppnå en risk- och avkastningsprofil som är optimal för fondernas roll i pensionssystemet?** Årets utvärdering visar att skillnaderna i fondernas avkastning i hög utsträckning verkar styras av olika tolkning av uppdraget. Baserat på olika tolkningar av uppdraget sätter fonderna olika avkastningsmål (mellan 5,5% och 6,7% nominellt i genomsnittlig årlig avkastning för senaste femårsperioden) och implementerar olika riskprofiler, vilket i hög utsträckning påverkar avkastningen före riskjustering men vilket ger små

<sup>18</sup> Premiesparfonden jan 2001-maj 2010 och Såfa maj 2010- dec 2012

skillnader i riskjusterad avkastning. Det bedöms viktigt att diskutera om det här är optimalt i ett system där en viktig anledning till att det skapades fyra fonder är att fondernas ska konkurrera och jämföras. Den här frågeställningen bedöms också aktualiseras mot bakgrund av diskussionen om fondernas roll i systemet då inkomstpensionssystemet 2012 återigen inte balanserade, trots fondernas goda utveckling.

- **Vad är optimala placeringsregler för Första till Fjärde AP-fonderna för att uppnå en portfölj som på bästa sätt uppfyller fondernas uppdrag och målsättning?** Jämförelser med utländska pensionsfonder visar att AP-fondernas placeringsregler och tillgångsallokering skiljer sig. AP-fondernas placeringsregler är oförändrade sedan 2001 och reglerna bedöms ha påverkat fondernas tillgångsallokering. Efter Första till Fjärde AP-fondernas utveckling de senaste åren, inte minst under 2012, ligger flera av fonderna idag nära både maxgränsen för investeringar i noterade tillgångar och minimigränsen för investeringar i räntor. Det här bedöms aktualisera behovet av att besluta om eventuella förändringar i placeringsregler för att ge optimala förutsättningar för fonderna att skapa maximal avkastning framåt, inom ramen för sitt uppdrag.
- **Kan Första till Fjärde AP-fonderna förbättra jämförbarheten i avkastning och risktagande mellan fonderna genom att mäta och följa upp risk på ett mer enhetligt sätt?** Fonderna har under de senaste åren tagit konkreta steg för att öka organisationernas fokus på risk och årets utvärdering visar att skillnader i avkastning mellan fonderna i hög utsträckning tycks bero på olika riskprofil i fonderna. Samtliga fonder redovisar VaR som ett mått på risk, men med olika definitioner och olika beräkningsmetoder vilket försvårar jämförbarheten. Fonderna har påbörjat ett initiativ för att enas om en gemensam definition på VaR, men skillnaderna i beräkningsmetoder kvarstår. Det mest jämförbara VaR-måttet som fonderna redovisar idag ger också bara en ögonblicksbild av riskexponeringen under årets sista dag. Det bedöms därför viktigt att diskutera om fonderna bör ta fram och implementera ett mer jämförbart mått på risk tvärs fonderna.
- **Vad är den optimala strategin för investeringar i noterade tillgångar i buffertfonderna framåt och vad bör vara Sjätte AP-fondens uppdrag?** Första till Fjärde AP-fonderna har under de senaste åren gått från att investera mindre än 5% till 14%, eller SEK 130 miljarder, av sitt totala kapital i alternativa tillgångar. Av dessa är idag omkring SEK 30 miljarder investerade i noterade tillgångar (exklusive fastigheter), företrädesvis i mogna noterade bolag via fonder. Samtidigt har Sjätte AP-fondens styrelse och ledning lagt om sin strategi och fokuserar nu på att investera fondens omkring SEK 20 miljarder i större mogna noterade bolag via fonder och genom direktinvesteringar i Norden. Baserat på den här utvecklingen bedöms en viktig frågeställning vara om det finns anledning att se över möjligheter att – inom dagens regelverk samt genom eventuella förändringar i regelverket – öka samordning mellan buffertfonderna avseende investeringar i noterade tillgångar för att skapa kompetens- och kostnadssynergier. Investeringar i noterade tillgångar

kräver andra arbetssätt och kompetenser än investeringar i noterade värdepapper och fonderna är enskilt relativt små investerare inom detta område på den globala marknaden för riskkapitalinvesteringar. Kopplat till detta finns en fråga om vad Sjätte AP-fondens uppdrag bör vara framåt. Fondens uppdrag är i stort sett oförändrat sedan 1996<sup>19</sup>, men det bedöms finnas ett behov att se över uppdraget i enlighet med utvecklingen av riskkapitalmarknaden och fondens förutsättningar att skapa hög avkastning.

<sup>19</sup> Med undantag för en lagändring 2007 avseende valutarisk, som dock ej förändrade uppdraget i grunden



## 4. Grundläggande utvärdering av Första AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Första AP-fondens verksamhet 2012. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell inklusive modell för uppföljning av investeringsbeslut, nyckelhändelser 2012 och den totala avkastningen samt resultat från aktiv förvaltning 2001<sup>20</sup>-2012.

### **FÖRSTA AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSE 2012**

Första AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Styrelsen har satt ett nominellt totalt avkastningsmål på 5,5% i genomsnitt per år 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-fondens förvaltningsorganisation består av en funktion för tillgångsallokering och fyra förvaltningsenheter: Exponering, Aktieförvaltning, Ränte- och valutförvaltning samt Extern förvaltning. För att samordna förvaltningen har fonden infört en CIO<sup>21</sup>-roll som för närvarande innehas av VD. Beslut om förvaltningsstrategier tas i en Portföljgrupp som består av CIO, chefen för fondens funktion för tillgångsallokering och ansvariga för fondens fyra enheter i kapitalförvaltningen. Vid utgången av 2012 hade organisationen 47 anställda varav 22 inom förvaltningen. År 2011 hade fonden 46 anställda varav 20 inom förvaltningen (Bild 13).

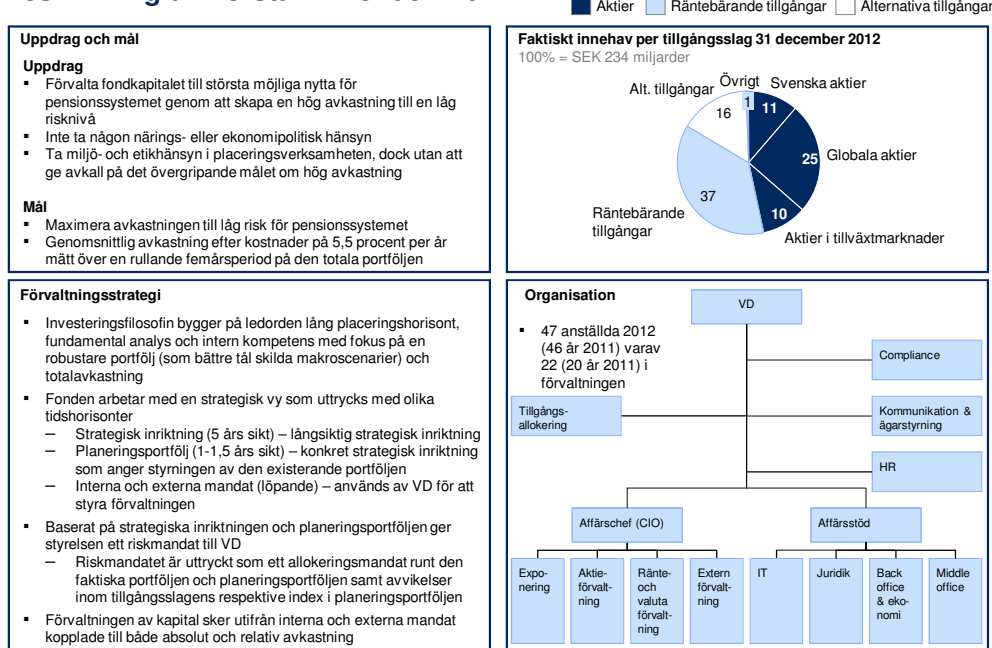
Investeringsfilosofin i fondens förvaltningsmodell bygger på ledorden helhetssyn, långsiktighet, uthållighet, fundamental analys och intern förvaltning (Bild 14). Förvaltningsmodellen fokuserar på absolut avkastning snarare än relativ avkastning. En av grundtankarna med fondens förvaltningsmodell är att göra förvaltningen mer dynamisk för att kunna anpassa allokeringen efter förändringar på marknaderna och på så sätt agera för att ta vara på avkastningsmöjligheter och hantera risker i syfte att uppnå en robustare portfölj. En annan viktig grundtanke är att investera allt mer i positioner med lägre korrelation med syfte att uppnå lägre volatilitet i portföljen.

<sup>20</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>21</sup> Chief Investment Officer (kapitalförvaltningschef)

Bild 13

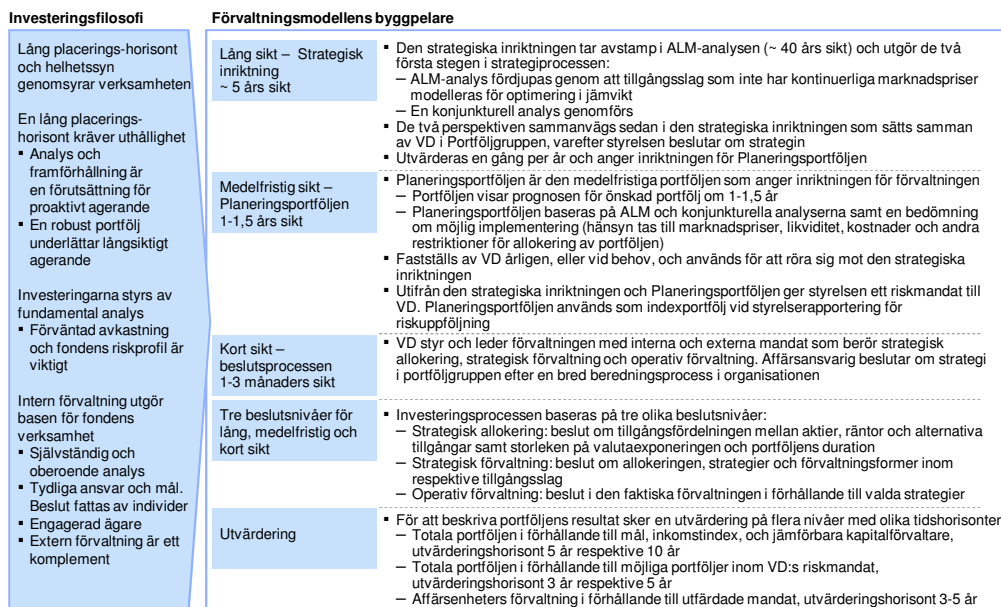
## Beskrivning av Första AP-fonden 2012



KÄLLA: Första AP-fonden

Bild 14

## Första AP-fondens förvaltningsmodell 2012

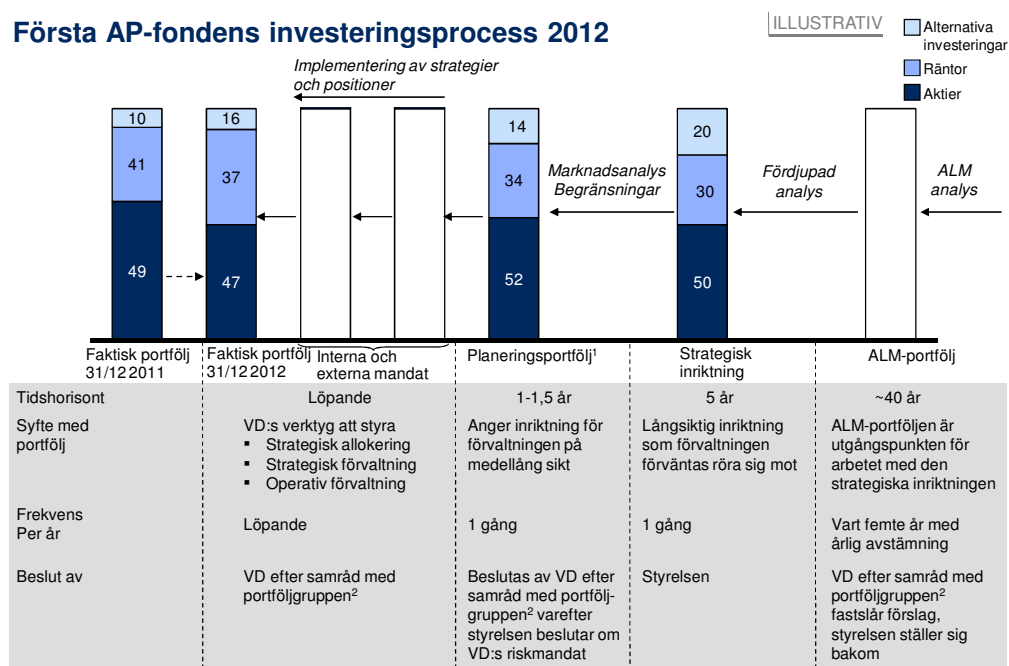


1 Portföljgruppen har ersatt investeringsledningen och består av CIO samt chefen för tillgångsallokering samt förvaltningsansvariga

KÄLLA: Första AP-fonden

Bild 15

## Första AP-fondens investeringsprocess 2012



Fondens förvaltningsmodell består av tre delar (Bild 15). Förvaltningsmodellen utgår från fondens Strategiska inriktning som sätts på 5 års sikt och som väger samman fondens långsiktiga ALM-analys<sup>22</sup> och en konjunkturell 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 VD efter samråd med Portföljgruppen 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>23</sup> till VD och Planeringsportföljen används som indexportfölj vid styrelserapportering för riskuppföljning. Det tredje steget i fondens förvaltningsmodell är

<sup>22</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>23</sup> Riskmandatet är uttryckt som bandbredd mellan tillgångsslagen, statistiska riskmått för respektive tillgångsslag (prognostiserad tracking error för aktier och räntor, VaR för valuta) och strategiska inriktningar inom tillgångsslaget alternativa investeringar

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<sup>24</sup> samt storleken på valutaexponeringen och ränteportföljens duration, 2) strategisk förvaltning genom beslut om allokeringen, strategier och förvaltningsformer inom respektive tillgångsslag och 3) operativ förvaltning genom beslut i den faktiska förvaltningen i förhållande till valda strategier. Chefen för tillgångsallokering och CIO beslutar om allokering mellan strategier, medan affärsansvariga för enheterna i förvaltningsorganisationen beslutar om investeringsstrategierna i Portföljgruppen efter en bred beredningsprocess i organisationen.

Bild 16

### Första AP-fondens uppföljning av investeringsbeslut

Nivå av utvärdering	Beskrivning	Mål	Utvärderingshorisont	Redovisas externt <sup>1</sup> ?
1A	<b>Total portfölj</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Utvärdering i förhållande till <ul style="list-style-type: none"> <li>Fondens målsättning (5.5%)</li> <li>Inkomstindex</li> <li>Jämförbara internationella kapitalförvaltare samt Andra till Fjärde AP-fonderna</li> </ul> </li> </ul>	Att uppnå målsättningen och överträffa inkomstindex	5 år respektive 10 år	(✓) <sup>2</sup>
1B	<b>Total portfölj</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Utvärdering i förhållande till möjliga portföljer inom VD:s riskmandat och AP-fondslagen <ul style="list-style-type: none"> <li>Aktier: 50-70%</li> <li>Räntor: 30-50%</li> <li>Valuta: 0-40%</li> </ul> </li> </ul>	Antalet definitivt bättre (högre avkastning och lägre risk) portföljer ska vara färre än definitivt sämre portföljer (lägre avkastning och högre risk) jämfört mot portföljens utfall	3 år respektive 5 år	✗
1C	<b>Total portfölj</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Utvärdering av kostnadseffektivitet i den relativa förvaltningen</li> </ul>	Total avkastning efter kostnader, för interna och externa mandat kopplade till ett index, ska överstiga motsvarande avkastning för valda index	3 år	✗
2	<b>Portföljbeslut</b> (mandat ligger hos förvaltningsorganisationen/VD) <ul style="list-style-type: none"> <li>Utvärdering utifrån tre beslutsnivåer: <ul style="list-style-type: none"> <li><i>Strategisk allokering</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>Allokering mellan tillgångsslag</li> <li>Storlek på valutaexponering</li> <li>Ränteportföljens duration</li> </ul> </li> <li><i>Strategisk förvaltning</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>Allokering inom tillgångsslag</li> <li>Förvaltningsstrategier inom tillgångsslag</li> </ul> </li> <li><i>Operativ förvaltning</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>Förvaltning i förhållande till valda strategier</li> </ul> </li> </ul> </li> </ul>	Ökad avkastning och minskad risk för totala portföljen i förhållande till en definierad startportfölj den 1 januari 2010 samt den 1 januari innevarande år	3-5 år	✓
3	<b>Affärsenheters förvaltning</b> (mandat hos chef för respektive enhet) <ul style="list-style-type: none"> <li>Utvärdering i förhållande till utfärdade mandat</li> </ul>	Separata absoluta och /eller relativa mål för varje mandat	3-5 år	✗

1 Avser om det kvantitativa underlaget till uppföljningen finns tillgängligt externt

2 Utvärderingen i förhållande till den internationella jämförelsegruppen redovisas ej externt

KÄLLA: Första AP-fonden

Fonden utvärderar från och med 2011 sin avkastning på flera nivåer med olika tidshorisonter (Bild 16). Den totala portföljen följs upp mot fondens långsiktiga avkastningsmål, inkomstindex 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 med hjälp av portföljsimuleringar. Dessutom utvärderas kostnadseffektiviteten i den relativa

<sup>24</sup> Fastigheter, PE, hedgefonder och nya investeringar (fonden har frångått benämningen alternativa investeringar internt)

förvaltningen<sup>25</sup>. 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). Information kring resultat och mål redovisas externt för utvärderingen av totalportföljen i förhållande till fondens långsiktiga avkastningsmål och inkomstindex samt för utvärderingen av de enskilda portföljbesluten.

Följande viktiga förändringar genomfördes av Första AP-fonden under 2012:

- Fonden ökade under året sina investeringar i alternativa tillgångar<sup>26</sup> (från 9% till 16%; ska uppnå 20% enligt strategin) med syfte att diversifiera och sänka volatiliteten i portföljen (med lägst samma förväntade avkastning). Fonden har ökat investeringar i fastigheter i Sverige (fastigheter totalt från 5,6% till 7,7% inkl. Vasakronan), PE (från 2,8% till 3,2%), hedgefonder (från 0,2% till 4,3%) samt Nya investeringar (jordbruksfastigheter och ränteplaceringar) (från 0,6% till 0,7%).
- Samtidigt minskade fonden investeringar i framförallt räntor (-5 procentenheter) och aktier i utvecklade länder (-4 procentenheter). Fonden har även gjort en omallokering inom räntor från ”investment grade” till ”high yield” (2,3 procentenheter). I övrigt har mindre ökning skett i investeringar i aktier i tillväxtmarknader och övrigt.
- Fonden införde nya investeringsstrategier i aktieportföljen (implementeras fullt ut 2013) med syfte att skapa en mer robust portfölj och vara en mer selektiv och engagerad ägare (ökat fokus på ESG<sup>27</sup>):
  - *Fokusstrategi* (23% av aktieportföljen): fokuserade portföljer i Sverige (omkring 10 bolag) och övriga mogna marknader (omkring 100 bolag); risken styrs även med volatilitetstak (justeras med likvida medel).
  - *Lågvolatilitetsstrategi* (12% av aktieportföljen): aktier med låg volatilitet (omkring 150 bolag, i mogna marknader förutom Sverige samt i tillväxtmarknader).
  - *Traditionell förvaltning* (65% av aktieportföljen): relativt index (i Sverige och tillväxtmarknader).
- Fonden har fortsatt utveckla investeringsprocessen och förtydligat mandaten för fastigheter, PE, hedgefonder och nya investeringar. Nya placeringsinstruktioner har införts för varje förvaltare, en ”Investeringsgrupp” har satts upp som forum för förvaltningsbeslut för alternativa investeringar (hanterades tidigare i portföljgruppen) och nya riktlinjer och principer för investeringar för vartdera

<sup>25</sup> Förvaltning som är relaterad till ett jämförelseindex

<sup>26</sup> Fastigheter, PE, hedgefonder och nya investeringar (fonden har frångått benämningen alternativa investeringar internt)

<sup>27</sup> Miljö, etik och ägarstyrning

tillgångsslag har etablerats. Dessutom har fonden inom hedgefonder startat ett samarbetet med en extern partner beträffande förvaltning och löpande administration.

- Fonden har under året stegvis ökat den öppna valutaexponeringen från 21% till 27% med syfte att uppnå lägre volatilitet i totalportföljen.

## **FÖRSTA AP-FONDENS RESULTAT 2001<sup>28</sup>-2012**

Fondens totala kapital ökade 2001-2012 från SEK 130 miljarder till SEK 234 miljarder. Fondens årliga avkastning efter kostnader var 4,5% under perioden 2001-2012, 7,0% under tioårsperioden 2003-2012, 2,5% under femårsperioden 2008-2012 samt 11,3% under 2012 (Bild 17). Detta innebär att Första AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsantagande under den senaste tioårsperioden, men inte under den senaste femårsperioden och inte under hela perioden sedan fondens start, 2001-2012. Fondens avkastning efter kostnader har varit högre än inkomstindex både sedan starten och under den senaste tioårsperioden, men inte under den senaste femårsperioden 2008-2012.

Till fondens totala avkastning 2012 på 11,3% bidrog fondens startportfölj vid årets början med en avkastning på 11,5%, strategisk allokering med -0,1%, strategisk förvaltning med -0,4% och operativ förvaltning med 0,4% (samt kostnader med -0,1%). Startportföljen utgår från vad avkastningen hade varit om fonden hade haft samma allokering som den 31 december 2011 under hela 2012. Avkastningen från startportföljen är teoretisk eftersom den inte inkluderar de rebalanseringskostnader som skulle krävas för att behålla portföljens vikter i olika tillgångsslag under året när omvärderingar sker i portföljen till följd av marknadsutvecklingen. Fonden estimerar att resultateffekten på grund av driften mellan fasta vikter i index och rörliga vikter i portföljen 2012 uppgår till ungefär -0,5%. I en liknande nedbrytning av fondens totala avkastning 2012 avseende tillgångsslag bidrog svenska aktier med en avkastning på 2,0%, aktier i utvecklade länder 4,0%, aktier i tillväxtmarknader 1,4%, räntor 3,3%, alternativa investeringar 1,3% samt allokering, kassa och valuta -0,6% (samt kostnader med -0,1%).

Enligt fondens uppföljningsmodell och beräkningar har portföljbesluten bidragit negativt till fondens totala avkastning (från 11,5% till 11,4% före kostnader) och gett ökad volatilitet under det senaste året (från 5,2% till 5,9%), vilket bidragit negativt till den riskjusterade avkastningen. Under den senaste treårsperioden har portföljbesluten bidragit negativt till den totala avkastningen (från 7,2% till 6,5%), men bidragit till en minskad volatilitet (från 8,0% till 7,5%), vilket sammantaget har haft en neutral effekt på den riskjusterade avkastningen.

<sup>28</sup> Avser 1 juli 2001

Totalportföljens genomsnittliga årliga riskjusterade avkastning, mätt med en så kallad Sharpekvot, var 0,3 under perioden 2001-2012, 0,7 under tioårsperioden 2003-2012, 0,1 under femårsperioden 2008-2012 samt 1,9 under 2012.

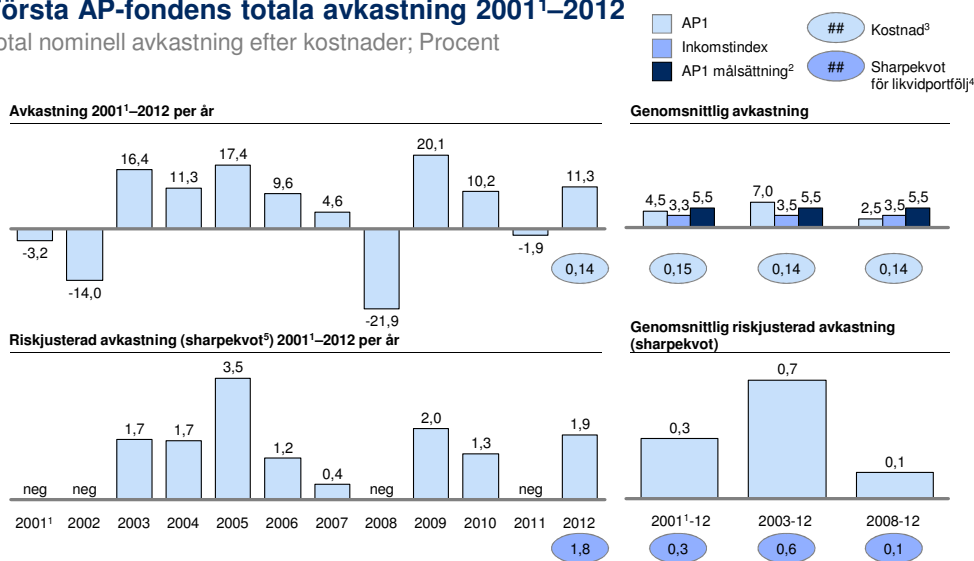
Fondens totala årliga kostnader under perioden 2001-2012 uppgick till i genomsnitt 0,15% av fondens kapital. Fondens kostnader 2012 uppgick till 0,14% av fondens kapital, vilket är något högre än fondens kostnader 2011 (0,12% av fondens kapital).

Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar<sup>29</sup>.

Bild 17

### Första AP-fondens totala avkastning 2001<sup>1</sup>-2012

Total nominell avkastning efter kostnader; Procent



<sup>1</sup> 1 juli 2001 (för 2001 anges annualiserad avkastning)

<sup>2</sup> Första AP-fondens mäsättning är att nå en genomsnittlig årlig nominell avkastning på 5,5% efter kostnader, mätt över rullande femårsperioder

<sup>3</sup> Provisions- och rörelsekostnader som andel av genomsnittet av årets ingående och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)

<sup>4</sup> Likvidportföljen inkluderar noterade tillgångslag inkl. aktier, räntebärande tillgångar, samt kassa

<sup>5</sup> Sharpekvot för den totala portföljen, inklusive, noterade samt onoterade tillgångar. Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel 2001-10 och

2-årig svensk statsobligation 2011-12 samt antagande om 260 handelsdagar

Not: Sharpekvoten definieras som riskpremien (fondens avkastning minus den riskfria räntan) dividerat med fondens risk (mätts med standardavvikelsen)

KÄLLA: Första AP-fonden; Försäkringskassan; McKinsey-analys

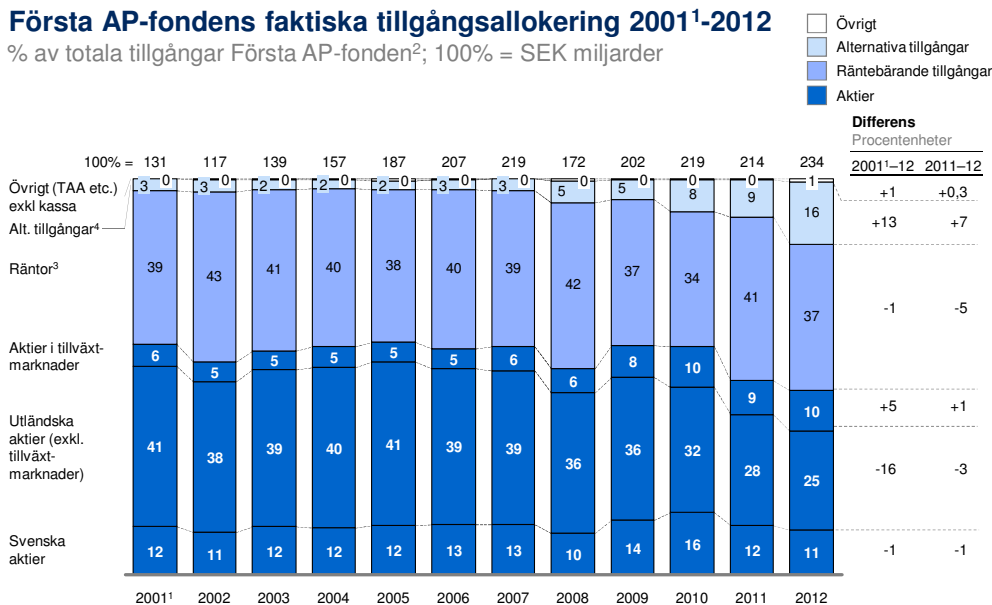
Första AP-fonden har under perioden 2001-2012 i sin faktiska portfölj främst ökat andelen aktier i tillväxtmarknader och alternativa tillgångar och samtidigt minskat andelen utländska aktier utanför tillväxtmarknader (Bild 18). 2012 års förändringar i portföljen bidrog i högsta grad till den här utvecklingen, främst genom att fonden under året ökade sin allokering till alternativa tillgångar med 7 procentenheter samt minskade allokeringen till utländska aktier utanför tillväxtmarknader med 3 procentenheter och till räntor med 5 procentenheter.

<sup>29</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 18

## Första AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001<sup>1</sup>-2012

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



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

1 1 juli 2001

2 Den faktiska allokeringen den 31 december varje år

3 Inklusive kassa

4 Alternativa tillgångar inkluderar bland annat investeringar i hedgefonder, fastigheter och PE

KÄLLA: Första AP-fonden; McKinsey-analys

## FÖRSTA AP-FONDENS AKTIVA AVKASTNING 2001<sup>30</sup>-2012

Första AP-fonden har ändrat definitionen på vad som ingår i den aktiva avkastningen sedan 2001. År 2001-2009 definierades aktiv avkastning som aktiv förvaltning inom tillgångsslag (exklusive alternativa investeringar), avkastning från overlaymandat, samt allokeringseffekter. Sedan 2010 redovisar fonden ej traditionell aktiv avkastning för totalportföljen, utan 2010-2012 inkluderar aktiv avkastning endast aktiv avkastning per mandat kopplade till index (inom räntor, svenska aktier, aktier i tillväxtmarknader, övriga utländska aktier, valutor samt övriga strategier).

Analys av Första AP-fondens aktiva avkastning visar att fonden har haft en genomsnittlig årlig aktiv avkastning före kostnader på 0,4% av likvidportföljen under perioden 2001-2012, 0,4% under tioårsperioden 2003-2012, 0,4% under femårsperioden 2008-2012, samt 1,2% (motsvarande SEK 1,9 miljarder) under 2012 (Bild 19). Under 2012 bidrog framförallt räntor (0,5 procentenheter) och svenska aktier (0,2 procentenheter) till den aktiva avkastningen.

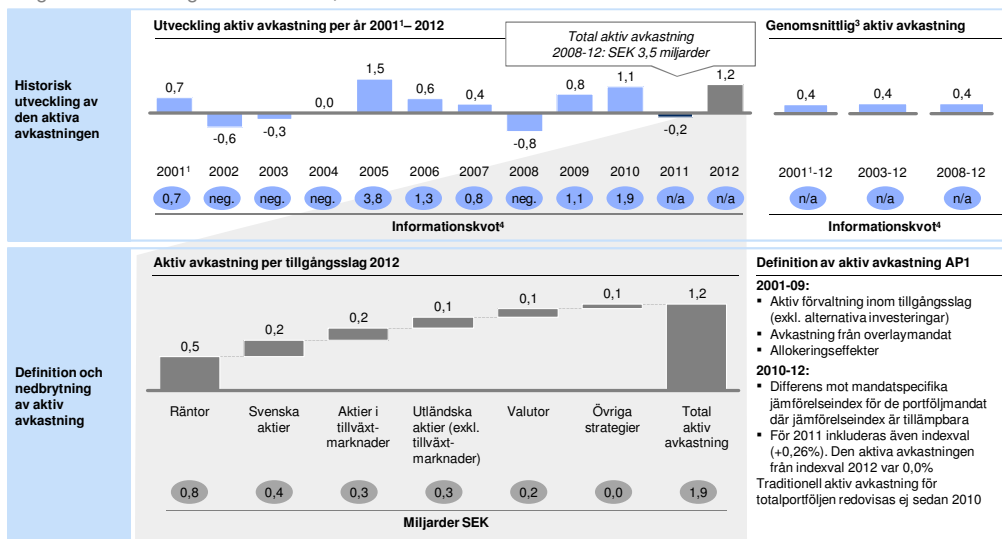
Fonden har inget avkastningsmål för aktiv avkastning på totalportföljsnivå, utan ser denna förvaltning som en del av fondens strategi att skapa en hög total avkastning till låg risk.

Avser 1 juli 2001



## Första AP-fondens aktiva avkastning 2001<sup>1</sup>–2012

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



<sup>1</sup> 1 juli 2001

<sup>2</sup> Beräknas mot likvidportföljen som bas 2001-09. 2010-12 används den del av portföljen med jämförelseindex som bas

<sup>3</sup> Geometriskt snitt av den årliga aktiva avkastningen

<sup>4</sup> Annualiserad informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar. Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett. Informationskvoten redovisas ej 2011-12 då den ej bedöms vara jämförbar med andra AP-fonder. 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 2012. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell inklusive modell för uppföljning av investeringsbeslut, nyckelhändelser 2012 och den totala avkastningen samt resultat från aktiv förvaltning 2001<sup>31</sup>-2012.

### **ANDRA AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSE 2012**

Andra AP-fonden är en av fem buffertfonder i det svenska inkomstpensionssystemet. Styrelsen har gjort ett avkastningsantagande<sup>32</sup> att fonden i genomsnitt ska uppnå en real avkastning på minst 5,0% per år på lång sikt (minst 10 år), varav 4,5 procentenheter från den strategiska portföljen och 0,5 procentenheter från aktiv avkastning.

Andra AP-fondens kapitalförvaltningsorganisation är indelad i sju enheter: Investeringsstrategi, Ränteförvaltning, Aktieförvaltning, Kvantitativ Förvaltning, Strategisk Exponering & Trading, Extern Förvaltning samt Tillväxtmarknadsförvaltning (den sistnämnda enheten implementeras under 2013). Vid utgången av 2012 hade organisationen 60 anställda varav 32 inom förvaltningen. År 2011 hade fonden 58 anställda, varav 31 inom förvaltningen (Bild 20).

Andra AP-fondens investeringsfilosofi utgår från att det finns två grundkällor till värdeskapande i finansiella tillgångsportföljer: systematisk exponering mot riskpremier och aktiv förvaltning (Bild 21). Fondens fokus ligger på långsiktiga beslut som implementeras genom den strategiska portföljen som har en tidshorisont på över 10 år (den underliggande ALM<sup>33</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>31</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>32</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>33</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 tillgångslag som bäst motsvarar fondens långsiktiga åtaganden gentemot det svenska pensionskollektivet

Bild 20

## Beskrivning av Andra AP-fonden 2012

### Uppdrag och mål

#### Uppdrag

- Förvalta fondkapitalet till största möjliga nytta för pensionssystemet genom att skapa en hög avkastning till en låg risknivå
- Inte ta någon närings- eller ekonomipolitisk hänsyn
- Ta miljö- och etikhänsyn i placeringsverksamheten, dock utan att ge avkall på det övergripande målet om hög avkastning

#### Mål

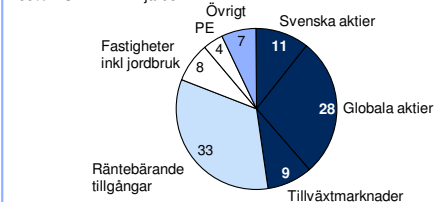
- Minimera de negativa konsekvenserna på framtida pensioner av att "bromsen" aktiveras
- Långsiktig reall avkastningsantagande med 5,0% per år (4,5% från den strategiska portföljen; 0,5% från aktiv avkastning)
- Historiskt reall avkastningsantagande på 4,0% för 2001-05 samt 5,0% för 2006-11 (4,6% i snitt 2001-11)

### Förvaltningsstrategi

- Två grundkällor till värdeskapande:
  - Exponering gentemot systematiska riskpremier
  - Aktiv förvaltning
- Långsiktig strategi implementeras genom strategisk portfölj
  - Beslut implementeras främst genom long-only mandat
- AP2 fattar inga medelfristiga beslut som kan särskiljas från de långsiktiga besluten. Fonden har en TAA-grupp<sup>2</sup> som kan föreslå större förändringar i den strategiska portföljen då förändringar i de långsiktiga marknadsförutsättningarna motiverar detta
- 29% extern förvaltning (29% 2011)

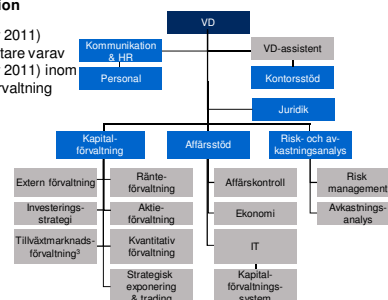
### Marknadsvärde per tillgångsslag<sup>1</sup> 31 december 2012

100% = SEK 242 miljarder<sup>2</sup>



### Organisation

- 60 (58 år 2011) medarbetare varav 32 (31 år 2011) inom kapitalförvaltning



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

<sup>1</sup> Aviker från redovisad tillgångsfördelning då terminsexponeringen summeras separat och ej som en del av tillgångslagens marknadsvärden

<sup>2</sup> Aviker med SEK 73miljoner från det redovisade värdet, främst orsakat av periodiseringseffekter; 3 Fattade beslut om ny enhet 2012, implementeras 2013

KÄLLA: Andra AP-fonden

Bild 21

## Andra AP-fondens förvaltningsmodell 2012

### Investeringsfilosofi

#### Två grundkällor till värdeskapande:

- Systematisk exponering mot riskpremier**
  - Diversifiering
  - Dynamiskt förhållningssätt, med avseende på tidsvarierande riskpremier och nya strategier
- Aktiv avkastning**
  - Endast när förutsättningarna finns
  - Fokus, flexibilitet och enkelhet

### Förvaltningsmodellens byggpelare

#### Långfristiga beslut ~ 10 års sikt

- Fördelning av vikter mellan tillgångar och strategier som utgör fondens strategiska portfölj inom ramen för ALM (Asset-Liability-Model) analys
- Fondens strategiska portfölj utvärderas på tidshorisonter om minst 10 år, medan ALM-studien har en tidshorison på 30 år.
- Förändringar av strategisk portfölj beslutas av styrelsen.
- Implementeras till största del genom long-only positioner i tillgångsslag.
- Fonden kan fatta beslut på kortare sikt inom ramen för den strategiska portföljen, men dessa beslut särskiljs ej från de långsiktiga besluten och tas också av styrelsen

#### Aktiva beslut < 1 års sikt

- Implementering av aktiva mandat sker företrädesvis genom long-only mandat men kapitallösa mandat förekommer också.
- TAA (Tactical Asset Allocation) är en grupp (CIO, chefsstrateg, makroansvarig samt tillgångslagsansvariga) som träffas regelbundet för att besluta taktiska positioner (~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

#### Extern vs intern förvaltning

- 29% av totalt kapital förvaltas genom externa förvaltare (29% 2011)

#### Utvärdering

- Fonden utvärderas utifrån två perspektiv
  - Strategiska portföljen på minst 10 års sikt med de avkastningsantaganden som ligger till grund för ALM-analysen som jämförelse
  - Aktiva beslut på < 1 års sikt med strategiska portföljen som jämförelseindex

KÄLLA: Andra AP-fonden

Fondens TAA-grupp<sup>34</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. Till den aktiva avkastningen räknas även kapitallösa mandat som saknar index.

Andra AP-fonden har en modell för uppföljning av investeringsbeslut som utvecklats successivt sedan 2006 och inkluderar flera nivåer: den strategiska portföljen, val av index, taktisk nivå (relativ avkastning från kapitallösa mandat), operativ nivå (relativ avkastning från övriga noterade tillgångar) och alternativa investeringar (Bild 22). Information kring resultat och mål för samtliga nivåer redovisas externt (men ej nedbrytning på mandatnivå).

Bild 22

### Andra AP-fondens uppföljning av investeringsbeslut

Nivå av utvärdering	Beskrivning	Mål	Utvärderingshorisont	Redovisas externt? <sup>1</sup>
1 <b>Strategiska portföljen</b> (styrelsens mandat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Utvärdering enligt traditionella marknadsindex (inklusive valutahedge) på årsbasis</li> <li>Nedbrytning på mandatnivå</li> </ul>	Uppnå realavkastningsantagandet om 4,5% (strategiska portföljen inklusive indexval)	~10 år	(✓) <sup>3</sup>
2 <b>Indexval</b> (styrelsens mandat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Utvärdering av resultat från indexval (avvikande från traditionella marknadsindex) för senaste 12/24/36 månaderna samt sedan årsskiftet 2008/9</li> </ul>	Skapa en bättre riskjusterad avkastning än traditionella marknadsindex (ej kvantifierad)	Kontinuerlig	✓
3 <b>Taktisk nivå</b> (mandat hos kapitalförvaltningschef)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Utvärdering av bidrag till relativ avkastning för kapitallösa mandat</li> <li>Nedbrytning per typ av mandat</li> </ul>	SEK ~200 miljoner per år (del av aktiv avkastning, med målet 0,50% per år)	1 år	(✓) <sup>3</sup>
4 <b>Operativ nivå</b> (mandat hos portföljförvaltare <sup>2</sup> )	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bidrag till relativ avkastning övriga noterade tillgångar</li> <li>Nedbrytning per tillgångsslag</li> </ul>	0,50% över referensindex per år (operativ nivå + taktisk nivå)	1 år	✓
5 <b>Alternativa investeringar</b> (mandat hos portföljförvaltare <sup>2</sup> )	<ul style="list-style-type: none"> <li>Utvärdering av bidrag till total avkastning</li> <li>Nedbrytning per tillgångsslag (jämförelse mot referensindex per tillgångsslag)</li> </ul>	Mål per tillgångsslag per år: <ul style="list-style-type: none"> <li>Konvertibler: 7%</li> <li>Jordbruk och skog: 8%</li> <li>PE: MSCI World + 3%</li> <li>Fastigheter: Svenskt Fastighetsindex</li> <li>Alt. Riskpremier: MSCI World</li> </ul>	~10 år (längre tidsperiod, ej exakt definierad)	✓

1 Avser om informationsunderlaget till uppföljningen finns tillgänglig externt

2 Vid extern förvaltning: ansvarig för val av förvaltare

3 Nedbrytning på mandatnivå redovisas ej

KÄLLA: Andra AP-fonden

Följande viktiga förändringar genomfördes av Andra AP-fonden under 2012:

<sup>34</sup> Från och med 2010 betår TAA-gruppen av CIO, chefsstrateg, makroansvarig samt tillgångslagsansvariga

- Fonden ökade under året sina investeringar i alternativa tillgångar. Vikten av alternativa tillgångar ökade såväl i den faktiska portföljen (från 12% till 15%) som den långsiktiga strategiska portföljen (från 11% till 15%). Nya investeringar gjordes i utländska fastigheter (från 0% till 2%) samt i skogs- och jordbruksfastigheter (från 0% till 1%). Dessutom infördes det nya tillgångsslaget *alternativa riskpremier* (från 0% till 0,4%). Alternativa riskpremier inkluderar till exempel utdelningsstrategier (köp av utdelningar på termin), valutastrategier (lån i valutor med låga räntor för placeringar i valutor med höga räntor) och volatilitetsstrategier (fånga skillnaden mellan implicit och realiserad volatilitet på aktier och valutor) som har låg risk och låg korrelation mot aktiemarknaden.
- Samtidigt minskade fonden i svenska aktier (från 14% till 11%) och svenska reala statsobligationer (från 1% till 0%) i både den faktiska portföljen och den långsiktiga strategiska portföljen. Fonden minskade även i konvertibler (från 3% till 2%) i den strategiska portföljen.
- Fonden ökade fokus på risk och avkastningsanalys i organisationen genom implementering av en rad förändringar som beslutades eller togs initiativ till under 2011. Fonden lade till risk och avkastningsanalys som en tredje huvudsaklig organisatorisk enhet vid sidan av förvaltning och affärsstöd och CFO<sup>35</sup>-rollen delades upp i två roller – chef för risk- och avkastningsanalys (CRO<sup>36</sup>) och chef för affärsstöd (båda är medlemmar i ledningsgruppen). Dessutom bildades en riskkommitté i styrelsen (med VD, CRO och två personer ur styrelsen) med uppgift att definiera de olika typer av risk fonden är exponerad mot, se till att en adekvat struktur och processer för hantering och uppföljning av dessa risker finns på plats, samt ta del av löpande riskrapportering från fonden.
- Fonden gjorde under året även ett antal förändringar vad gäller investeringar i tillväxtmarknader. Fonden fattade beslut om att bilda den nya enheten ”Tillväxtmarknadsförvaltning” (implementeras under 2013) och anställde en person som tillväxtmarknadsansvarig med syfte att öka den interna förvaltningen inom tillväxtmarknader (idag endast extern). Som ett led i detta började fonden utveckla en process för intern förvaltning av obligationer för att föra över denna från extern förvaltning. Fonden planerar även att föra över en del av allokeringen till aktier i tillväxtmarknader från extern till intern förvaltning. Fonden fick även en QFII-licens (Qualified Foreign Institutional Investor) för att investera direkt i A-aktier på den inhemska kinesiska marknaden (investeringsmandat beräknas att aktiveras under 2013 och kommer att förvaltas externt).

<sup>35</sup> Chief Financial Officer (finanschef)

<sup>36</sup> Chief Risk Officer (chef för risk- och avkastningsanalys)

## ANDRA AP-FONDENS RESULTAT 2001<sup>37</sup>-2012

Fondens totala kapital ökade 2001-2012 från SEK 130 miljarder till SEK 242 miljarder. Fondens årliga avkastning efter kostnader var 4,8% under perioden 2001-2012, 7,4% under tioårsperioden 2003-2012, 2,4% under femårsperioden 2008-2012 samt 13,3% under 2012 (Bild 23). Detta innebär att Andra AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsantagande under den senaste tioårsperioden, men inte under den senaste femårsperioden och inte under hela perioden sedan fondens start, 2001-2012. Fondens avkastning efter kostnader har varit högre än inkomstindex sedan starten samt under den senaste tioårsperioden, men inte under den senaste femårsperioden 2008-2012.

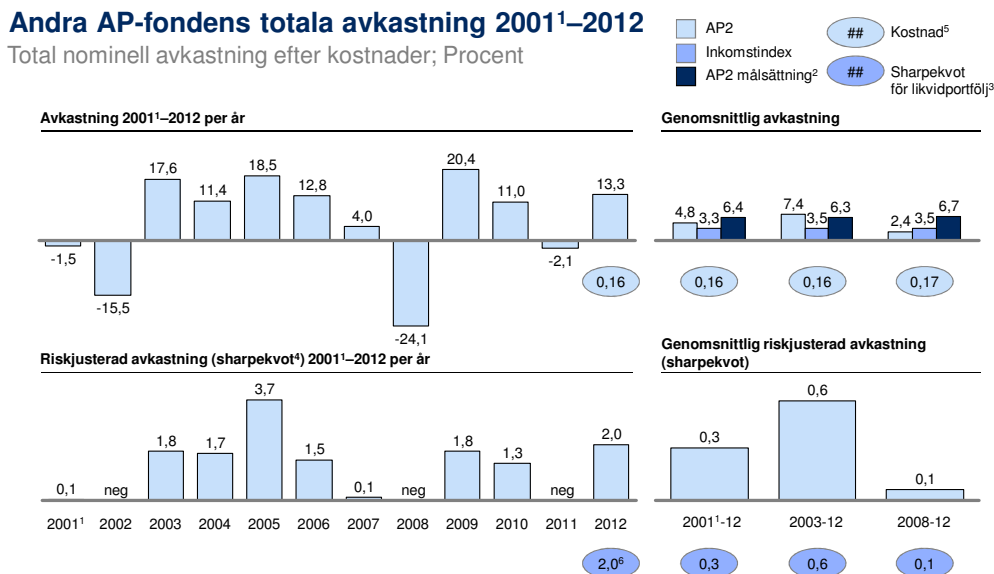
Till fondens totala avkastning 2012 på 13,3% bidrog svenska aktier med en avkastning på 2,5%, utländska aktier 5,4%, räntebärande tillgångar 2,3%, GTAA, overlay-mandat och hedge 3,2% samt alternativa investeringar 0,1% (samt kostnader -0,2%).

Totalportföljens genomsnittliga årliga riskjusterade avkastning, mätt med en så kallad Sharpekvot, var 0,3 under perioden 2001-2012, 0,6 under tioårsperioden 2003-2012, 0,1 under femårsperioden 2008-2012 samt 2,0 under 2012.

Bild 23

### Andra AP-fondens totala avkastning 2001<sup>1</sup>-2012

Total nominell avkastning efter kostnader; Procent



1 1 juli 2001 (fÅr 2001 anges annualiserad avkastning)

2 Andra AP-fondens genomsnittliga mÅlsÅttninG. 2012 var mÅlsÅttninGen 5% i real avkastning. Under 2001-2012 har mÅlsÅttninGen fluktuerat mellan 4,0 och 5,0% i real avkastning med en genomsnittlig inflation pÅ -1,6%.

3 LikvidportfÅljen inkluderar noterade tillgÅngslag inkl. svenska och globala aktier, rÅntebÅrande tillgÅngar, samt overlaymandat

4 Sharpekvot fÅr den totala portfÅljen, inklusive noterade samt onoterade tillgÅngar. Sharpekvoten baseras pÅ Årlig avkastning fÅre kostnader, 12 mÅnadens svensk skuldvÅxel 2001-10 och 2-Årig svensk statsobligation 2011-12 samt antagande om 260 handelsdagar

5 Provisions- och rÅrelsekostnad som andel av genomsnittet av Årets ingÅende och utgÅende marknadsvÅrde (2001 baserat enbart pÅ utgÅende marknadsvÅrde)

6 Avviker frÅn redovisad sharpekvot pÅ 1,9 dÅ fonden anvÅnt en annan riskfri rÅnta

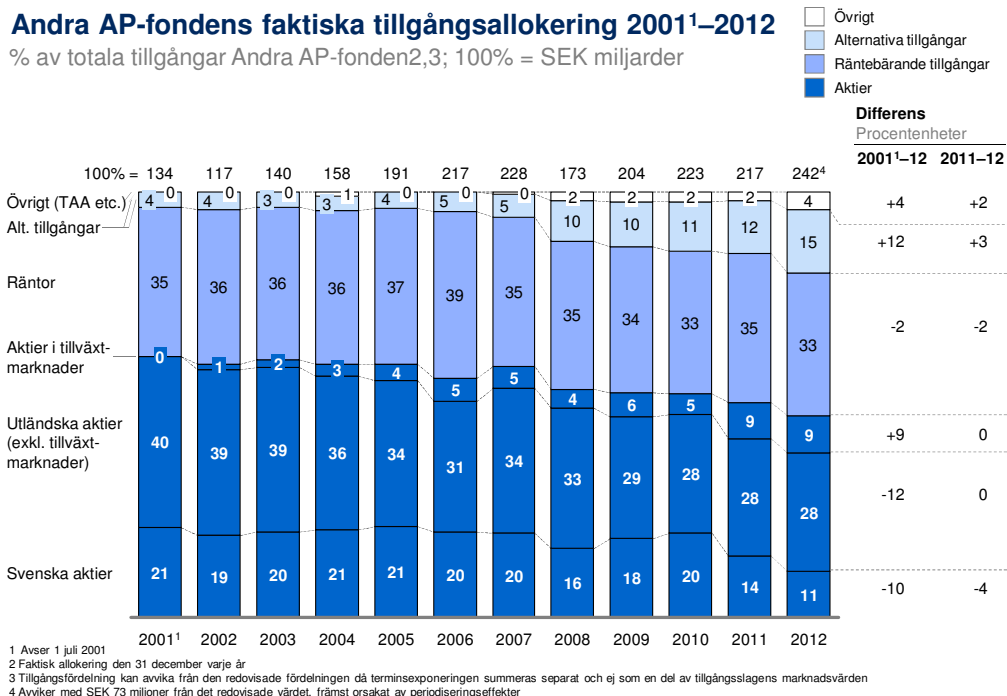
KÅLLA: Andra AP-fonden; FÅrsÅkringskassan; McKinsey-analys

Fondens totala Årliga kostnader under perioden 2001-2012 uppgick till i genomsnitt 0,16% av fondens kapital. Fondens kostnader 2012 uppgick till 0,16% av fondens kapital,

<sup>37</sup> Avser 1 juli 2001

vilket är något lägre än fondens kostnader 2011. Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar<sup>38</sup>.

Bild 24



Andra AP-fonden har under perioden 2001-2012 i sin faktiska portfölj främst ökat andelen aktier i tillväxtmarknader och alternativa tillgångar och samtidigt minskat andelen utländska aktier utanför tillväxtmarknader och svenska aktier (Bild 24). 2012 bidrog till den här utvecklingen främst genom att fonden under året minskade sin allokering till svenska aktier med 4 procentenheter samtidigt som fonden ökade allokeringen till alternativa tillgångar med 3 procentenheter.

### ANDRA AP-FONDENS AKTIVA AVKASTNING 2001<sup>39</sup>-2012

Andra AP-fonden har ändrat definitionen på vad som ingår i den aktiva avkastningen sedan 2001. År 2001-2008 definierades aktiv avkastning som aktiv förvaltning inom tillgångsslag (exklusive alternativa investeringar), avkastning från overlaymandat, samt allokeringseffekter (inklusive implementeringseffekter). Sedan 2009 inkluderar aktiv

<sup>38</sup> En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om det genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden

<sup>39</sup> Avser 1 juli 2001

avkastning endast aktiv förvaltning inom tillgångsslag (exklusive alternativa investeringar) samt avkastning från overlaymandat (ej allokeringseffekter<sup>40</sup>).

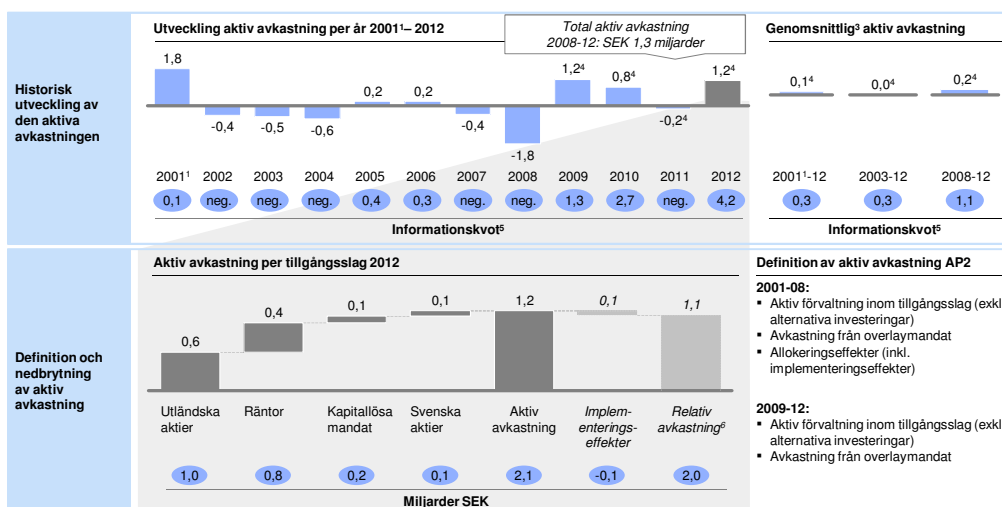
Det bör noteras att fondens strategiska portfölj sedan flera år varit exponerad mot alternativa index med målsättningen att över tiden fånga upp ett mervärde som traditionellt skapas inom ramen för aktiv förvaltning. Detta fångas ej vid mätning av aktiv avkastning på ett traditionellt sätt.

Med hänsyn till dessa förutsättningar visar en analys av Andra AP-fondens aktiva avkastning att fonden har haft en genomsnittlig årlig aktiv avkastning före kostnader på 0,1% av likvidportföljen under perioden 2001-2012, 0,0% under tioårsperioden 2003-2012, 0,2% under femårsperioden 2008-2012, samt 1,2% (motsvarande SEK 2,1 miljarder) under 2012 (Bild 25). Detta innebär att fonden nådde sitt mål för aktiv avkastning på 0,5% under 2012, men inte under någon av de längre tidsperioderna. Under 2012 bidrog framför allt utländska aktier (0,6 procentenheter) och räntor (0,4 procentenheter) till den aktiva avkastningen.

Bild 25

### Andra AP-fondens aktiva avkastning 2001<sup>1</sup>-2012

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



<sup>1</sup> 1 juli 2001  
<sup>2</sup> Beräknas mot likvidportföljen som bas  
<sup>3</sup> Geometriskt snitt av den årliga aktiva avkastningen  
<sup>4</sup> Från 2009 och framåt redovisas aktiv avkastning endast på årsbasis (tidigare beräknades aktiv avkastning på dagsbasis)  
<sup>5</sup> Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett. Annualiserad informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar  
<sup>6</sup> Fondens redovisar relativ avkastning, beräknat som den aktiva avkastning från förvaltningen justerat för implementeringseffekter, vilket inkluderar effekter från avvikelser mot den strategiska portföljen, avvikelser i allokering mellan olika index inom tillgångsslag, resultat från valutaderivat samt likviditet som ej speglas i jämförelseindex

KÄLLA: Andra AP-fonden; McKinsey analys

<sup>40</sup> Från och med 2009 särredovisas implementeringseffekter och fondens strategiska portfölj har rörliga vikter, vilket gör att oönskade allokeringseffekter ej uppstår



## 6. Grundläggande utvärdering av Tredje AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Tredje AP-fondens verksamhet 2012. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell inklusive modell för uppföljning av investeringsbeslut, nyckelhändelser 2012 och den totala avkastningen samt resultat från aktiv förvaltning 2001<sup>41</sup>-2012.

### **TREDJE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2012**

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 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 procentenheter över jämförelseindex. Fondens utvärderingshorisont för alfa- och betaförvaltningen är 3 år.

Vid utgången av 2012 hade organisationen 56 anställda varav 32 inom förvaltningen. År 2011 hade fonden 57 anställda varav 32 inom förvaltningen. Investeringsverksamheten är uppdelad på fem enheter: Strategisk allokering, Betaförvaltning, Alternativa investeringar, Alfaförvaltning och Extern förvaltning (Bild 26).

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>42</sup>). Syftet med modellen är att öka sannolikheten för att uppnå fondens övergripande målsättning genom att minska risken för stora negativa utfall (Bild 27). 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 tillgångsslag (till exempel aktie- eller inflationsrisk) (Bild 28).

En av grundtankarna bakom Tredje AP-fondens förvaltningsmodell är att göra allokeringen mer dynamisk och flexibel. Styrelsen fattar beslut om exponeringsintervall för olika riskklasser. Därefter har VD mandat att implementera och förvalta portföljens

<sup>41</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>42</sup> Dynamic Asset Allocation

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

## Bild 26

### Beskrivning av Tredje AP-fonden 2012

#### Uppdrag och mål

##### Uppdrag

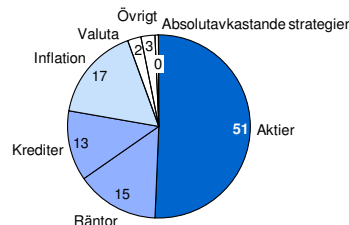
- Förvalta fondkapitalet till största möjliga nytta för pensionssystemet genom att skapa en hög avkastning till en låg risknivå
- Inte ta någon närings- eller ekonomipolitisk hänsyn
- Ta miljö- och etikhänsyn i placeringsverksamheten, dock utan att ge avkall på det övergripande målet om hög avkastning

##### Mål

- Långsiktig real avkastning om minst 4% per år
  - Absolutavkastande strategier ska generera SEK 600 miljoner per år mätt över en rullande treårsperiod (VaR 100-150 miljoner)
  - Betaförvaltningen ska vara kostnadseffektiv (VD har satt ett mål på 5 punkter över jämförelseindex, 3 månaders tracking error är 0,1-0,3%)

#### Marknadsvärde per riskklass 31 december 2012

100% = SEK 233 miljarder

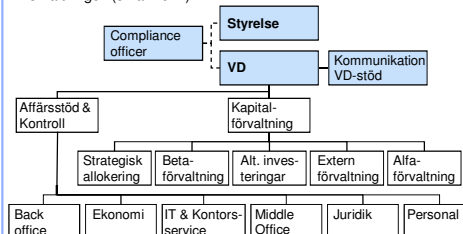


#### Förvaltningsstrategi

- Fokus på totalportföljens förväntade avkastning och risk på absolutnivå, ingen uppdelning på statisk jämviktspportfölj och medelfristiga relativa avvikelser
- Totalportföljens förväntade avkastning och risk anpassas dynamiskt till det övergripande avkastningsmålet, utifrån både långsiktiga och medelfristiga prognoser
- Allokering till riskklasser istället för tillgångsklasser
- Investering i absolutavkastande strategier helt separerad från beta-risk genom investering i kapitallösa mandat i overlay-strukturer
- 47% (42% 2011) av kapitalet i beta-portföljen förvaltas semi-passivt<sup>1</sup> (i huvudsak i ränteportföljen), i övrigt förvaltas beta-portföljen passivt
- 32% (29% 2011) extern förvaltning av beta-portföljen (40% semipassivt)
- Av fondens aktiva och kapitallösa mandat (alfa) har externa förvaltare stått för 45% (55% 2011) av den aktiva risken

#### Organisation

- 56 (57 år 2011) medarbetare varav 32 arbetar direkt med förvaltningen (32 år 2011)



<sup>1</sup> Enhanced beta (förvaltningsstil som med små avvikelser från index (liten aktiv risk) försöker överträffa index-avkastning)

KÄLLA: Tredje AP-fonden

## Bild 27

### Tredje AP-fondens förvaltningsmodell

#### Investeringsfilosofi

##### Risktagande

- Risktagande på de finansiella marknaderna över tid en positiv avkastning

##### Riskspridning

- Genom att diversifiera risktagandet kan den riskjusterade avkastningen höjas

##### Prognosförmåga

- Med hjälp av strukturerad analys kan avkastning och risk på olika finansiella tillgångar bedömas

##### Tidsdiversifiering

- Genom att kombinera investeringsbeslut med lång, medellång respektive kort placeringshorisont, erhålls en högre, riskjusterad avkastning

#### Förvaltningsmodellens byggpelare

##### Långfristiga beslut (beta) >5 års sikt

- Dynamisk allokeringsprocess (DAA) som inkluderar både lång- och medelfristiga beslut med löpande anpassning av totalportföljens förväntade avkastning och risk till det övergripande avkastningsmålet
- Beslut implementeras genom investering i riskklasser
- Beslut baseras på långsiktiga prognoser på olika riskklassers avkastningspotential och risk, tillsammans med medelfristiga prognoser baserade på makroekonomisk analys samt marknadens värdering och riskapitet/sentiment
- VD ges mandat att implementera och förvalta portföljens risk inom av styrelsen givet mandat uttryckt i exponeringsintervall per riskklass
- Tre sätt att genomföra både långsiktiga och medelfristiga beslut beroende på vad som bedöms som mest effektivt
  - Placering i faktiska tillgångar inom betaförvaltningen (påverkar även betaförvaltningens jämförelseindex) och alternativa investeringar
  - Kapitallösa mandat genom overlay-strukturer inom dynamisk allokering
  - Placering i faktiska tillgångar inom dynamisk allokering

##### Medelfristiga beslut 1-5 års sikt

##### Aktiv (alfa) förvaltning <1 år

- Investering i absolutavkastande strategier helt separerad från beta-risk genom investering i kapitallösa mandat i overlay-strukturer
- 47% (42% 2011) av kapitalet i beta-portföljen förvaltas semi-passivt<sup>2</sup> (i huvudsak i ränteportföljen)

##### Extern vs. intern förvaltning

- 32% extern förvaltning av betaportföljen (29% 2011)
- Av fondens aktiva och kapitallösa mandat (alfa) har externa förvaltare stått för 45% av den aktiva risken (55% 2011)

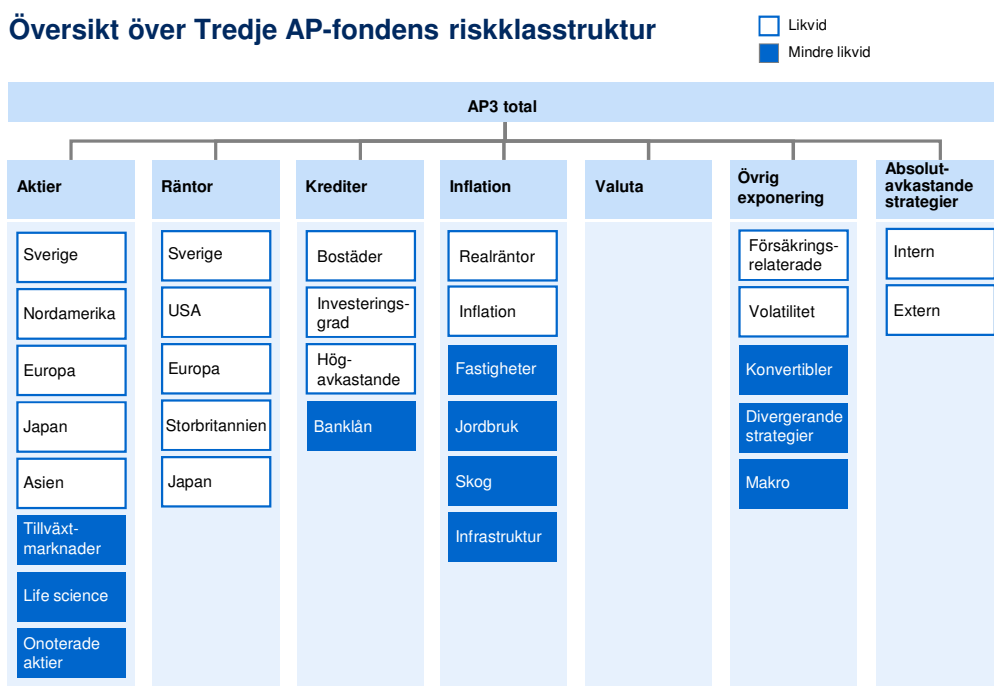
##### Utvärdering

- Styrelsen ger fonden mandat uttryckt som risk- och exponeringsintervall per riskklass (typiskt sett +/- 5%) som implementeras av VD och rapporteras löpande till styrelsen
- Ny integrerad utvärderingsmodell av den dynamiska portföljen uppdelad i fyra delar togs i bruk 2012
  - Fondens långsiktiga mål om 4% real avkastning per år i snitt
  - Jämförelse mot andra aktörer med liknande uppdrag
  - Långsiktig statisk portfölj över en konjunkturcykel
  - Intern kvalitativ utvärdering av allokeringsbeslut

<sup>1</sup> 50% av internt förvaltade mandat och 40% av externt förvaltade mandat; <sup>2</sup> Enhanced beta (förvaltningsstil som med små avvikelser från index (liten aktiv risk) försöker överträffa index-avkastning)

KÄLLA: Tredje AP-fonden

Bild 28



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 47% av kapitalet i betaportföljen semipassivt<sup>43</sup> (42% 2011). Vidare förvaltas 32% av beta-portföljen externt (29% 2011). För fondens aktiva och kapitallösa mandat (alfa-mandat) stod externa förvaltare 2012 för 45% av den aktiva risken (55% 2011).

Tredje AP-fonden tog under 2012 en ny modell i bruk för uppföljning av investeringsbeslut med fyra komponenter för utvärdering av totalportföljen: utvärdering i förhållande till fondens operationella mål, utvärdering i förhållande till en långsiktig statisk portfölj (noterade aktier, räntor, krediter och realränteobligationer; förväntad avkastning på 4% per år realt), utvärdering i förhållande till en extern jämförelsegrupp bestående av åtta internationella pensionsfonder med liknande uppdrag, förvaltat volym och avkastningsmål, samt en kvalitativ självutvärdering av allokeringsbeslut (Bild 29). I tillägg utvärderas även portföljens delkomponenter (riskklasser, underriskklasser, valutafördelat) mot den långsiktiga statistiska portföljen. Dessutom utvärderas enskilda investeringsområden på ad hoc-basis. Information kring resultat och mål redovisas externt för utvärderingen av totalportföljen, med undantag av den kvalitativa självutvärderingen.

## Tredje AP-fondens uppföljning av investeringsbeslut

Nivå av utvärdering	Beskrivning	Mål	Utvärderingshorisont	Redovisas externt? <sup>1</sup>
1A Total portfölj	Utvärdering i förhållande till <b>fondens operationella mål</b> (över ett antal fördefinierade tidsperioder)	4% real avkastning per år i snitt	5 resp. 10 år	✓
1B Total portfölj	Utvärdering i förhållande till en <b>långsiktig statisk portfölj</b> <sup>3</sup> (noterade aktier, räntor, krediter och realränteobligationer; förväntad avkastning på 4% per år realt)	Överträffa den långsiktiga portföljens riskjusterade avkastning	5-10 år (i praktiken 1 år 2012 då modellen infördes först 2012)	✓
1C Total portfölj	Utvärdering i förhållande till en <b>extern jämförelsegrupp</b> bestående av 8 internationella pensionsfonder med liknande uppdrag, förvaltd volym och avkastningsmål	N/A	5 år	(✓) <sup>2</sup>
1D Total portfölj	En <b>kvalitativ självutvärdering</b> av allokeringsbeslut för att dra slutsatser kring styrkor och förbättringsområden (utfån beslutsunderlag – "rätt" i antaganden/prognoser, samt utfall av beslut – påverkan på avkastning och riskprofil)	N/A	1 år	✗
2 Portföljens delkomponenter – riskklasser, underriskklasser samt valuta-fördelning	Utvärdering gentemot den <b>långsiktiga statiska portföljen</b> (mot relevanta tillgångslag i LSP)		5-10 år (i praktiken 1 år 2012 då modellen infördes först 2012)	✗

I tillägg görs uppföljningar ad-hoc inom enskilda investeringsområden; tidigare uppföljningar har inkluderat till exempel absolutavkastande strategier

1 Avser om informationsunderlaget till uppföljningen finns tillgänglig externt

2 Jämförelsegruppens genomsnittliga reala avkastning per år redovisas externt. Pensionsfonderna i den externa jämförelsegruppen redovisas ej externt

3 Utvärdering mot faktisk och riskjusterad avkastning

KÄLLA: Tredje AP-fonden

Utöver detta genomfördes följande viktiga förändringar av Tredje AP-fonden under 2012:

- Fonden ökade sina investeringar i fastigheter med SEK 2,8 miljarder (från 7% till 8% av fondkapitalet) med investeringar i bland annat infrastruktur, skog och internationella fastigheter. I tillägg till detta fattade fonden under året investeringsbeslut om ytterligare SEK 4,8 miljarder (förvärv slutfördes under 2013), inkluderat återstående 50% av aktierna i Hemsö, dagligvaruhandelsfastigheter i Sverige, samt infrastruktur.
- Fonden fattade även ett långsiktigt strategiskt inriktningsbeslut om att minska beroendet av riskfaktorn aktier och istället öka exponeringen mot andra riskklasser, såsom inflation och övrigt.
- Fonden fortsatte utveckla sin high quality income-strategi och sina volatilitetsstrategier i aktieportföljen (infördes 2011). High quality income-strategin (0,9% av fondkapitalet) omfattar investeringar i svenska och europeiska aktier med stabil och hög direktavkastning. Volatilitetsstrategierna (kapitallösa mandat; exponeringen motsvarar 1,7% av fondkapitalet) syftar till att bidra till diversifiering av aktieportföljen och omfattar handel med volatilitet baserat på förväntad gentemot realiserad volatilitet.

<sup>43</sup> Förvaltning som försöker överträffa index med liten aktiv risk (små avvikelser från index)

- Fonden förstärkte under året fokus på ESG<sup>44</sup> i förvaltningen, bland annat inom high quality-strategin.

### TREDJE AP-FONDENS RESULTAT 2001<sup>45</sup>-2012

Fondens totala kapital ökade 2001-2012 från SEK 132 miljarder till SEK 233 miljarder. Fondens årliga avkastning efter kostnader var 4,5% under perioden 2001-2012, 6,7% under tioårsperioden 2003-2012, 1,9% under femårsperioden 2008-2012 samt 10,7% under 2012 (Bild 30). Detta innebär att Tredje AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsantagande under den senaste tioårsperioden, men inte under den senaste femårsperioden och inte under hela perioden sedan fondens start, 2001-2012. Fondens avkastning efter kostnader har dock varit högre än inkomstindex under samtliga nämnda tidsperioder, förutom den senaste femårsperioden 2008-2012.

Till fondens totala avkastning 2012 på 10,7% bidrog fondens investeringar i de olika riskklasserna med följande avkastning: aktier 8,8%, räntor 0,3%, krediter 0,9%, inflation 0,9%, valuta -1,2%, övrig exponering 0,6% och absolutavkastande strategier 0,5%.

Enligt fondens uppföljningsmodell och beräkningar har fondens faktiska portfölj haft högre avkastning än den långsiktiga statistiska portföljen under det senaste året<sup>46</sup> (10,7% jämfört med 9,7%), drivet av bland annat absolutavkastande strategier, övrig exponering och undervikt i räntor. Tredje AP-fonden hade dock en lägre avkastning än den externa jämförelsegruppen under femårsperioden 2007-2011<sup>47</sup> (-1,1% jämfört med -0,3% i real avkastning). Enligt fonden förklaras detta bland annat av att Tredje AP-fonden har en lägre andel onoterade tillgångar än flera av fonderna i jämförelsegruppen.

Totalportföljens genomsnittliga årliga riskjusterade avkastning, mätt med en så kallad Sharpekvot, var 0,3 under perioden 2001-2012, 0,7 under tioårsperioden 2003-2012, 0,1 under femårsperioden 2008-2012 samt 1,9 under 2012.

Fondens totala årliga kostnader under perioden 2001-2012 uppgick till i genomsnitt 0,14% av fondens kapital. Fondens kostnader 2012 uppgick till 0,14% av fondens kapital, vilket är högre än fondens kostnader 2011 (0,11% av fondens kapital).

Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar<sup>48</sup>.

<sup>44</sup> Miljö, samhälle och ägarstyrning

<sup>45</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>46</sup> Uppföljning har endast gjorts under det senaste året då uppföljningsmodellen infördes 2012

<sup>47</sup> Senaste femårsperiod med tillgänglig data vid tillfället för fondens jämförelse

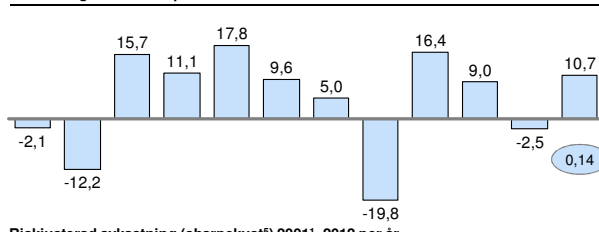
<sup>48</sup> En högre kostnad för till exempel provisioner till externa förvaltare bör anses motiverad om den genererar en meravkastning som överstiger den ökade kostnaden

Bild 30

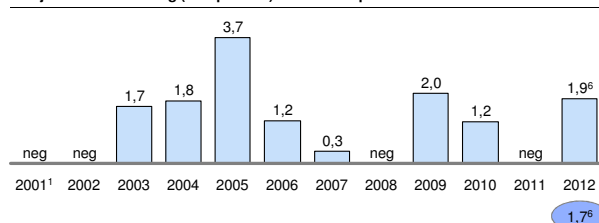
### Tredje AP-fondens totala avkastning 2001–2012

Total nominell avkastning efter kostnader; Procent

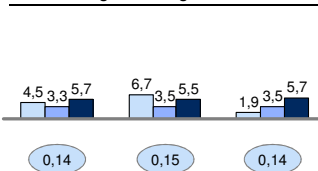
Avkastning 2001–2012 per år



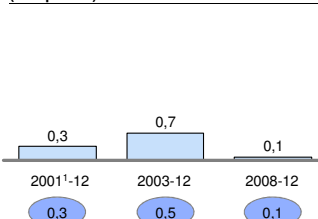
Riskjusterad avkastning (sharpekvot<sup>5</sup>) 2001–2012 per år



Genomsnittlig avkastning



Genomsnittlig riskjusterad avkastning (sharpekvot)



1 1 juli 2001

2 Målsättning på 4,0% i real avkastning. Den genomsnittliga årliga inflationen under 2001-12 har varit -1,6% baserat på inflationstakt mätt månadsvis från SCB

3 Provisions- och rörelsekostnad som andel av genomsnittet av årets ingående och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)

4 Likvidportföljen inkluderar investeringar i onoterade aktier, fastigheter, jordbruk, skog, infrastruktur, konvertibler, divergerande strategier samt makro

5 Sharpekvot för den totala portföljen, inklusive noterade samt onoterade tillgångar. Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel 2001-10 och 2-årig svensk statsobligation 2011-12 samt antagande om 260 handelsdagar

6 Beräknade sharpekvoter avviker från redovisade värden på 1,8 för totalportföljen samt 1,6 för likvidportföljen då fonden använder en annan riskfri ränta

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

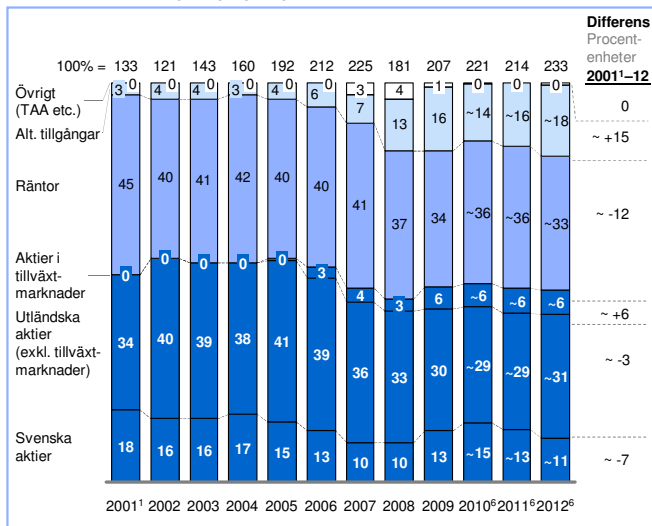
Bild 31

### Tredje AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001–2012<sup>2</sup>

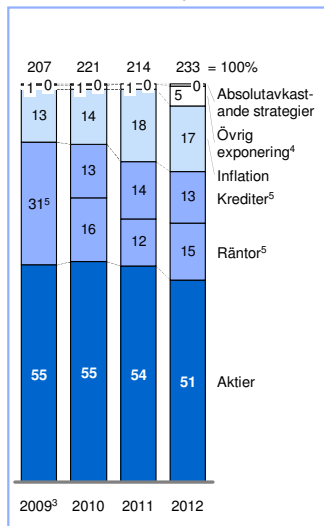
% av totala tillgångar Tredje AP-fonden<sup>2</sup>; 100% = SEK miljarder

Övrigt  
Alternativa tillgångar  
Räntebärande tillgångar  
Aktier

Marknadsvärde baserad på tillgångsslag



Marknadsvärde baserad på riskklasser



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, indexlänkade tillgångar, konvertibler, divergerande- och makrostrategier 5 Uppldelningen mellan räntor och krediter fastställdes under 2010. Krediter består huvudsakligen av bostads- och företagsobligationer. För 2009 redovisas därför den sammanlagda allokeringen och för 2010 och framåt visas den uppdelade 6 Tillgångsallokeringen för 2010-2012 är indikativ då en exakt konvertering av riskklasser till tillgångsklasser ej kan göras

KÄLLA: Tredje AP-fonden; McKinsey-analys

Tredje AP-fondens allokering till riskklasser baserat på marknadsvärde ändrades under 2012 framförallt genom att fonden minskade allokeringen till aktier med 4 procentenheter<sup>49</sup>, medan allokeringen till räntor ökade med 3 procentenheter och allokeringen till övrig exponering (framför allt valuta) ökade med 4 procentenheter (Bild 31). En jämförelse av fondens allokering över tid blir indikativ, givet att fonden sedan 2010 baserar sin allokering på riskklasser istället för tillgångslag. 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 utanför tillväxtmarknader till förmån för alternativa tillgångar och aktier i tillväxtmarknader. Värt att notera är att fondens allokering till riskklasser baserade på marknadsvärde skiljer sig mot fondens exponering mot riskklasser.

### **TREDJE AP-FONDENS AKTIVA AVKASTNING 2001<sup>50</sup>-2012**

Tredje AP-fonden har ändrat definitionen på vad som ingår i den aktiva avkastningen sedan 2001. År 2001-2009 definierades aktiv avkastning som aktiv förvaltning inom tillgångslag (exklusive alternativa investeringar), avkastning från overlaymandat, samt allokeringseffekter. Sedan 2010 bedriver fonden ej traditionell aktiv förvaltning, utan 2010-2012 definieras aktiv avkastning som resultatet från absolutavkastande strategier och avvikelser från jämförelseindex för betaförvaltningen.

Med hänsyn till dessa förutsättningar visar en analys av Tredje AP-fondens aktiva avkastning att fonden har haft en genomsnittlig årlig aktiv avkastning före kostnader på 0,3% av likvidportföljen under perioden 2001-2012, 0,3% under tioårsperioden 2003-2012, 0,4% under femårsperioden 2008-2012, samt 0,9% (motsvarande SEK 1,9 miljarder) under 2012 (Bild 32). Under 2012 bidrog absolutavkastande strategier med 0,5 procentenheter och betaförvaltningen med 0,4 procentenheter, varav räntor 0,3 procentenheter.

Detta innebär att fonden uppnådde sitt avkastningsmål om SEK 0,6 miljarder för absolutavkastande strategier under 2012. Dock utvärderas avkastningen över en längre period. Fondens absolutavkastande strategier har under treårsperioden 2010-2012 i genomsnitt genererat en aktiv avkastning på 0,56 miljarder per år. Den genomsnittliga överavkastningen från förvaltningen av betaportföljen har under samma period uppgått till 0,26% eller 0,37 miljarder per år att jämföra med fondens mål om 0,05% per år. Således har betaförvaltningen, men ej absolutavkastande strategier, överträffat fondens målsättning under den senaste treårsperioden.

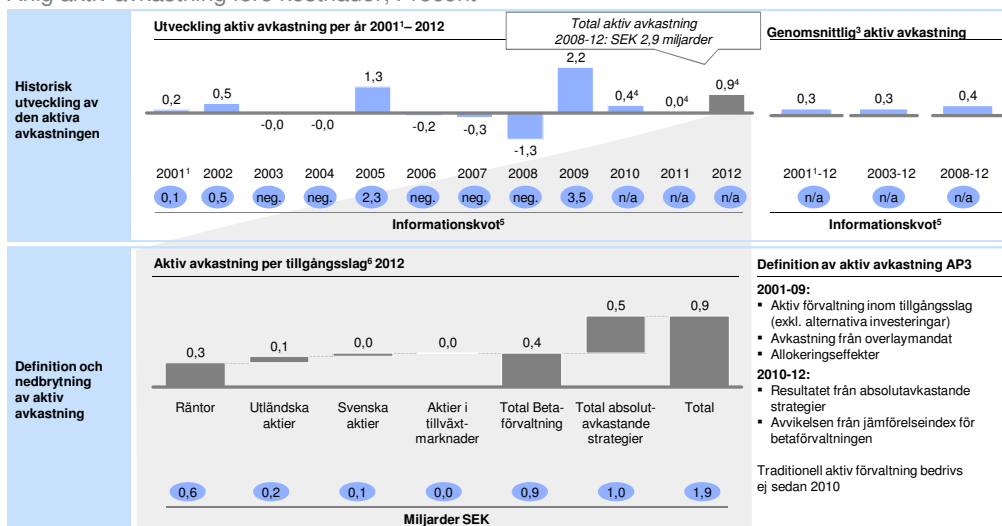
<sup>49</sup> Marknadsvärdet av aktier har minskat från 54,3% till 50,6% av förvaltad kapital

<sup>50</sup> Avser 1 juli 2001

Bild 32

## Tredje AP-fondens aktiva avkastning 2001<sup>1</sup>–2012

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



1 1 juli 2001

2 Beräknas mot likvidportföljen som bas

3 Geometriskt snitt av den årliga aktiva avkastningen

4 För 2010-2012 definieras procentuell årlig aktiv avkastning som den aktiva avkastningen (beräknat som summan av den dagliga avkastningen) i förhållande till medel av ingående och utgående balans

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

6 Beräknas genom överavkastningen från jämförelseindex för varje tillgångslag

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 2012. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell inklusive modell för uppföljning av investeringsbeslut, nyckelhändelser 2012 och den totala avkastningen samt resultat från aktiv förvaltning 2001<sup>51</sup>-2012.

### **FJÄRDE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSE 2012**

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 2012 hade fondens organisation 49 anställda varav 20 inom förvaltningen. År 2011 hade fonden 52 anställda varav 21 inom förvaltningen. Förvaltningsorganisationen är uppdelad i enheterna Svenska Aktier, Globala Aktier, Strategiska Investeringar, Räntor/Valuta och Allokering (Bild 33).

Fjärde AP-fonden implementerade under 2012 en ny förvaltningsstruktur med syfte att tillvarata affärsmöjligheter med längre placeringshorisonter än tre år (Bild 34). Det nya inslaget i portföljstrukturen är en breddad och utökad strategisk förvaltning med utökat mandat till VD.

Fjärde AP-fondens investeringsfilosofi bygger på tre steg: tidsdiversifiering genom nedbrytning av investeringshorisonten i tre tidsintervall, avvägning mellan aktiv och passiv förvaltning samt avvägning mellan extern och intern förvaltning som styrs av förväntad avkastning efter kostnader (Bild 35). Fonden arbetar på lång sikt med normalportföljen (den långsiktiga portföljen) med en horisont på 40 år. Normalportföljen baseras på en ALM-analys<sup>52</sup> och beslutas av styrelsen en gång per år. Normalportföljen kompletteras med den strategiska förvaltningen med en horisont på 3-15 års sikt. Den strategiska förvaltningen utgår från normalportföljen och är baserad på medelfristig marknadsanalys och portföljanslys. Den strategiska förvaltningen är uppdelad i

<sup>51</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>52</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

makroförvaltning (aktiva positioner avseende aktier, obligationer, duration och valutor; sammansatt av index samt derivatpositioner) och faktorförvaltning (huvudsakligen investeringar i tillgångar med lägre likviditet indelat i underportföljer såsom fastigheter, små- och medelstora bolag, ESG<sup>53</sup> och riskkapitalfonder). Fondens styrelse har delegerat ett utvidgat mandat till VD för strategiska positioner och investeringar med ett tydligt riskmandat (medelfristig horisont på 3-15 år) på fem procentenheters avvikelse från normalportföljen (tracking error) och med ett mål för den strategiska aktiva avkastningen om 0,5 procentenheter över index över en femårsperiod.

Bild 33

## Beskrivning av Fjärde AP-fonden

### Uppdrag och mål

#### Uppdrag

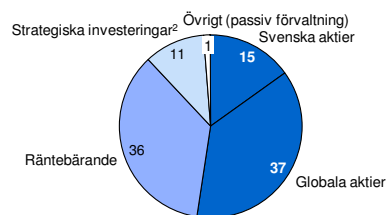
- Förvalta fondkapitalet till största möjliga nytta för pensionssystemet genom att skapa en hög avkastning till en låg risknivå
- Inte ta någon närings- eller ekonomipolitisk hänsyn
- Ta miljö- och etikhänsyn i placeringsverksamheten, dock utan att ge avkall på det övergripande målet om hög avkastning

#### Mål

- Maximera avkastningen till låg risk
- Fondens reala, det vill säga inflationsjusterade totala avkastning, ska uppgå till i genomsnitt 4,5% per år sett över en tioårsperiod
- Genomsnittlig aktiv avkastning på strategisk förvaltning om 0,5% per år över en rullande femårsperiod
- Genomsnittlig aktiv avkastning på taktisk förvaltning om 0,5% per år över en rullande treårsperiod

### Marknadsvärde tillgångsallokering<sup>1</sup> 31 december 2012

100% = SEK 230 miljarder

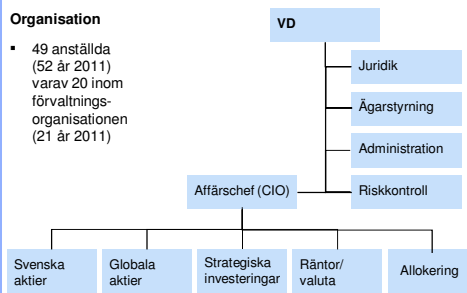


### Förvaltningsstrategi

- Avkastning skapas i tre integrerade steg
  - Normalportfölj (40 år) genom ALM för att reflektera bästa "buy-and-hold" på 40 års sikt
  - Strategisk förvaltning (3-15 år) som delas in i makro- och faktorförvaltning
  - Taktisk förvaltning (0-3 år) för aktiv förvaltning i globala & svenska aktier, Fi/FX och TA
- Utgångspunkt ska vara att fonden endast ska förvalta tillgångar aktivt då det finns goda förutsättningar att skapa överavkastning
  - Idag förvaltas 50% av den totala portföljen aktivt. Förutom globala aktiers alfa-förvaltning är den likvida aktiva förvaltningen intern
- Avvägningen mellan intern och extern förvaltning görs med hänsyn till förväntad avkastning och kostnader, idag 22% externt

### Organisation

- 49 anställda (52 år 2011) varav 20 inom förvaltningsorganisationen (21 år 2011)



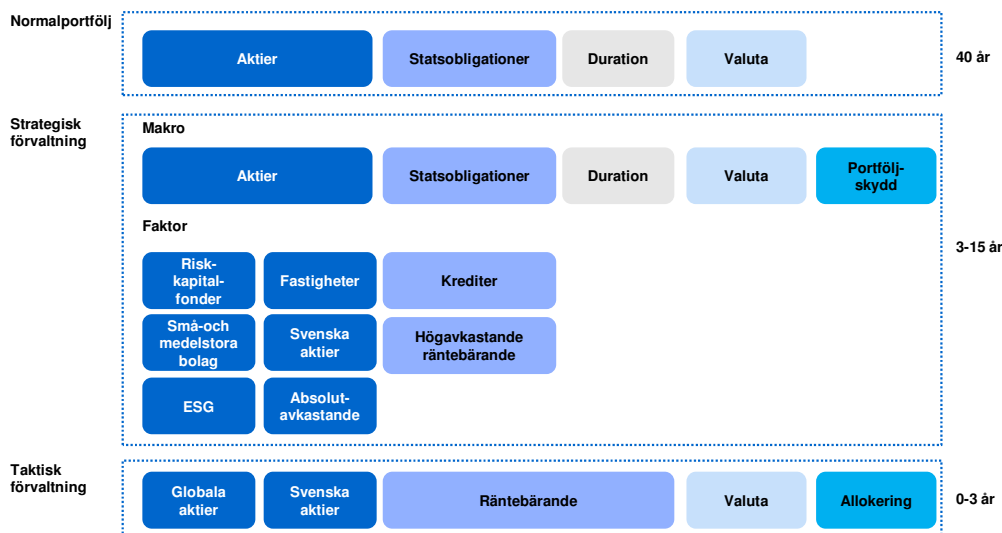
<sup>1</sup> Underliggande värden för derivat i den taktiska allokeringen fördelats på respektive tillgångslag

<sup>2</sup> Omfattar fastigheter, små och medelstora bolag, riskkapitalfonder, ESG-investeringar, absolutavkastande strategier, kassa

KÄLLA: Fjärde AP-fonden

Bild 34

## Fjärde AP-fondens nya förvaltningsstruktur



KÄLLA: Fjärde AP-fonden

Bild 35

## Fjärde AP-fondens förvaltningsmodell 2012

### Investeringsfilosofi

#### Förvaltningsbeslut i tre steg

- **Tidsdiversifiering** – Fondens långa mandat utnyttjas genom nedbrytning av investeringshorisonten i tre tidsintervall: långfristiga, strategiska samt taktiska beslut

- **Aktiv eller passiv förvaltning** – Fonden ska bara förvalta tillgångar aktivt när det finns goda förutsättningar att nå en positiv aktiv avkastning

- **Extern eller intern förvaltning** – Valet mellan extern och intern förvaltning styrs av förväntad avkastning och kostnader

### Förvaltningsmodellens byggpelare

<b>Långfristiga beslut</b> >40 års sikt	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Normalportfölj baserad på ALM-analys med 40 års sikt               <ul style="list-style-type: none"> <li>– Sammansatt endast av index</li> <li>– Bestämmer den långsiktiga tillgångs- och valutafördelningen</li> </ul> </li> <li>▪ Utgör jämförelseindex för den strategiska förvaltningen</li> <li>▪ Beslutas av styrelsen</li> </ul>
<b>Strategiska beslut</b> 3-15 års sikt	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Strategisk förvaltning med 3-15 år sikt baserad på medelfristig marknadsanalys och portfölj-analys, uppdelad i:               <ul style="list-style-type: none"> <li>– Makroförvaltning: aktiva positioner avseende aktier, obligationer, duration och valutor (sammansatt av index samt derivatpositioner)</li> <li>– Faktorförvaltning: investerar huvudsakligen i tillgångar med lägre likviditet indelat i underportföljer såsom fastigheter, små- och medelstora bolag, ESG (miljö, etik och ägarstyrning) och riskkapitalfonder</li> </ul> </li> <li>▪ Strategiska portföljen utgör jämförelseindex för den taktiska förvaltningen</li> <li>▪ VD-mandat att frångå normalportföljen med 5,0% tracking error</li> <li>▪ Alla strategiska förändringar rapporteras till styrelsen</li> </ul>
<b>Taktiska beslut</b> 0-3 års sikt	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Den taktiska förvaltningen med 0-3 år sikt sker i likvida aktier, obligationer, derivat etc. för att överträffa index</li> <li>▪ VD (eller den VD utser) beslutar om investeringar (2,5% tracking error från den strategiska portföljen)</li> </ul>
<b>Aktiv vs. passiv förvaltning</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Förvaltningen sker genom aktiva eller passiva positioner</li> <li>▪ 50% av tillgångarna förvaltades aktivt (64% 2011), i den mening att tillgångarna ej är index-relaterade</li> </ul>
<b>Extern vs. intern förvaltning</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 22% av tillgångarna förvaltas externt (18% 2011), främst genom indexförvaltning av globala aktier</li> </ul>
<b>Utvärdering</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Fonden utvärderas utifrån tre perspektiv               <ul style="list-style-type: none"> <li>– Normalportfölj på 40 års sikt (med utvärderingsmål för faktisk portfölj på rullande 10-årsperioder)</li> <li>– Strategisk förvaltning på 3-15 års sikt med normalportföljen som jämförelseindex (utvärderas på rullande 5-årsperioder)</li> <li>– Taktisk förvaltning på 0-3 års sikt med strategiska portföljen som jämförelseindex (utvärderas på rullande 3-årsperioder)</li> </ul> </li> </ul>

KÄLLA: Fjärde AP-fonden

Taktisk förvaltning på upp till 3 års tidshorisont är också en viktig komponent i fondens förvaltningsmodell. Vidare förvaltas 22% av fondens kapital externt (18% 2011), främst i form av indexförvaltning av globala aktier. Målet för den taktiska förvaltningen är att skapa 0,5 procentenheter avkastning över den strategiska portföljen per år i genomsnitt över en treårsperiod.

Fonden har utvecklat sin modell för uppföljning av investeringsbeslut enligt den nya förvaltningsstrukturen och utvärderar sin verksamhet på tre nivåer (Bild 36). För varje nivå utvärdering avkastningsbidrag, riskbidrag och förvaltningskostnadsandel. Faktisk portfölj utvärderas på rullande tioårsperioder. Den strategiska förvaltningen utvärderas (totalt, nedbrutet i makroförvaltningen och faktorförvaltningen samt nedbrutet på mandat/förvaltningsenhet) på rullande femårsperioder. Slutligen utvärderas den taktiska förvaltningen på rullande treårsperioder. Resultat från samtliga nivåer redovisas externt.

Bild 36

### Fjärde AP-fondens uppföljning av investeringsbeslut

Nivå av utvärdering	Beskrivning	Mål	Utvärderingshorisont	Redovisas externt?!
1 <b>Normalportföljen</b> (mandat hos styrelsen)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Utvärdering av               <ul style="list-style-type: none"> <li>– Avkastningsbidrag</li> <li>– Riskbidrag</li> <li>– Förvaltningskostnadsandel</li> <li>– Resultat från valutaexponering (inkluderas även i ovan)</li> </ul> </li> </ul>	N/A (men normal-portföljen sätts upp enligt en ALM där styrelsen har fastställt 4.5% genomsnittlig real avkastning som mål för den faktiska portföljen)	10 år (40 år investeringshorisont)	✓
2 <b>Strategisk förvaltning</b> (mandat hos VD eller den VD utser)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Utvärdering av <b>makroförvaltningen</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Avkastning</li> <li>– Risk</li> <li>– Förvaltningskostnadsandel</li> </ul> </li> <li>▪ Utvärdering av <b>faktorförvaltningen</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Avkastning</li> <li>– Risk</li> <li>– Förvaltningskostnadsandel</li> </ul> </li> <li>▪ Nedbrutet per mandat/ förvaltningsenhet</li> </ul>	Total strategisk förvaltning (årligen): <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 0,5% över referensindex (Normalportfölj)</li> <li>▪ Inom 5% riskmandat</li> </ul>	5 år (3-15 års investeringshorisont)	(✓) <sup>2</sup>
3 <b>Taktisk förvaltning</b> (mandat hos VD eller den VD utser)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Utvärdering av               <ul style="list-style-type: none"> <li>– Avkastning</li> <li>– Risk</li> <li>– Förvaltningskostnadsandel</li> </ul> </li> <li>▪ Nedbrutet per förvaltningsenhet</li> </ul>	Total taktisk förvaltning (årligen): <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 0,5% över referensindex (Strategisk portfölj)</li> <li>▪ Inom 2,5% riskmandat</li> </ul> Avkastningsmål och riskutrymme är nedbrutna per mandat (5 stycken)	3 år (0-3 års investeringshorisont)	✓

1 Avser om informationsunderlaget till uppföljningen finns tillgänglig externt

2 Aggregerad utvärdering av den strategiska förvaltningen redovisas. Enskilda utvärderingar av makro- resp. faktorförvaltningen redovisas ej. Utvärdering på mandat/förvaltningsenhetsnivå redovisas ej

KÄLLA: Fjärde AP-fonden

Utöver den nya förvaltningsstrukturen genomfördes följande viktiga förändringar av Fjärde AP-fonden under 2012:

- Fonden ökade sina strategiska investeringar inom till exempel ESG (från 0,0% till 0,7% via ”grön” koldioxidsnål aktieportfölj), absolutavkastande (från 0,0% till 0,5% via hedgefonden Carve) och små och medelstora bolag (från 2,4% till 2,6% via Lannebo).
- Fonden utökade compliance- och juristfunktionerna med 1 heltidsanställd vardera.

- Styrelsen tillsatte ett riskutskott under hösten 2012 som har till uppgift att vara rådgivande, bevakande och beredande åt styrelsen med avseende på fondens styrning, uppföljning och rapportering av verksamhetens finansiella risker för ökad riskkontroll. Riskutskottet biträder styrelsen i dess uppföljning av fondens riskkontroll och riskhantering och avrapporterar vid ordinarie styrelsemöten.

## **FJÄRDE AP-FONDENS RESULTAT 2001<sup>54</sup>-2012**

Fondens totala kapital ökade 2001-2012 från SEK 132 miljarder till SEK 230 miljarder. Fondens årliga avkastning efter kostnader var 4,3% under perioden 2001-2012, 7,2% under tioårsperioden 2003-2012, 3,3% under femårsperioden 2008-2012 samt 11,2% under 2012 (Bild 37). Detta innebär att Fjärde AP-fonden uppnådde styrelsens långsiktiga avkastningsmål under den senaste tioårsperioden. Det långsiktiga avkastningsmålet uppnåddes inte heller under den senaste femårsperioden och inte under hela perioden sedan fondens start, 2001-2012. Fondens avkastning efter kostnader har varit högre än inkomstindex sedan fondens start och under den senaste tioårsperioden, men inte under den senaste femårsperioden 2008-2012.

Till fondens totala avkastning 2012 på 11,2% bidrog fondens investeringar i de olika tillgångsslagen med följande avkastning: globala aktier 6,5%, svenska aktier 2,9%, räntebärande tillgångar 2,2%, valuta -1,1%, strategiska investeringar 0,9% och övrigt -0,1% (samt kostnader -0,1%). Normalportföljen avkastade 10,8%, den strategiska förvaltningen -0,4% och den taktiska förvaltningen 0,9%.

Enligt fondens uppföljningsmodell och beräkningar uppnådde fonden inte sitt mål för den strategiska förvaltningen om 0,5% över normalportföljen, men uppnådde målet för den taktiska förvaltningen om 0,5% över den strategiska portföljen under 2012. Utvärderingen sker dock över en fem- respektive treårsperiod.

Totalportföljens genomsnittliga årliga riskjusterade avkastning, mätt med en så kallad Sharpekvot, var 0,3 under perioden 2001-2012, 0,6 under tioårsperioden 2003-2012, 0,2 under femårsperioden 2008-2012 samt 1,8 under 2012.

Fondens totala årliga kostnader under perioden 2001-2012 uppgick till i genomsnitt 0,12% av fondens kapital. Fondens kostnader 2012 uppgick till 0,10% av fondens kapital, vilket är i linje med fondens kostnader 2011. Förvaltningskostnaderna bör dock inte analyseras isolerat, utan sättas i relation till den avkastning som fonderna skapar<sup>55</sup>.

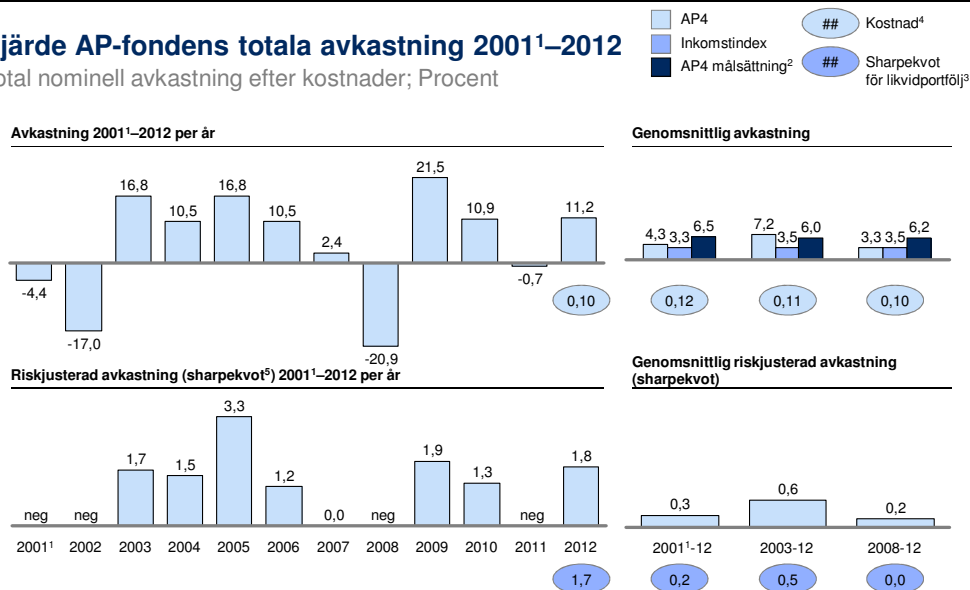
<sup>54</sup> Avser 1 juli 2001

<sup>55</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 37

## Fjärde AP-fondens totala avkastning 2001–2012

Total nominell avkastning efter kostnader; Procent



1 1 juli 2001

2 Fjärde AP-fondens genomsnittliga målsättning är 4,5% real avkastning över en 10-årsperiod. 2012 var inflationen 0,9% och under 2001-2012 var genomsnittliga inflationen ~1,6% (för inflationsberäkningen används årlig inflationstakt mått månadsvis från SCB)

3 Likvidportföljen omfattar placeringstillgångar exkl. investeringar i alternativa tillgångar, inkl. PE och fastigheter, samt högavkastande räntebärande tillgångar

4 Provisions- och rörelsekostnader som andel av genomsnittet av årets ingående och utgående marknadsvärde (2001 baserat enbart på utgående marknadsvärde)

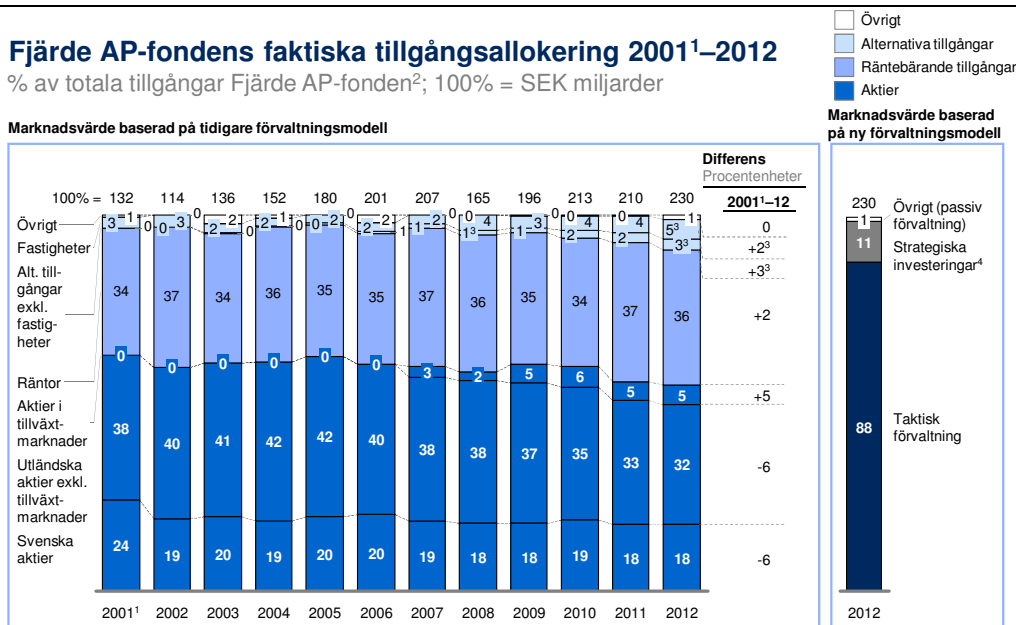
5 Sharpekvot för den totala portföljen, inklusive noterade samt onoterade tillgångar. Sharpekvoten baseras på årlig avkastning före kostnader, 12 månaders svensk skuldväxel 2001-10 och 2-årig svensk statsobligation 2011-12 samt antagande om 260 handelsdagar

KÄLLA: Fjärde AP-fonden; Försäkringskassan; McKinsey-analys

Bild 38

## Fjärde AP-fondens faktiska tillgångsallokering 2001–2012

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



1 Avser 1 juli 2001

2 Den faktiska allokeringen den 31 december varje år

3 Tillgångsallokeringen till fastigheter samt andra alternativa tillgångar 2012 är ej helt jämförbar med 2011 då fastighetsinvesteringar motsvarande SEK 900miljoner klassificerades om från alternativa tillgångar till fastigheter vid årsskiftet 2011/12

4 Omfattar fastigheter, små och medelstora bolag, private equity, ESG-investeringar, absolutavkastande strategier, högavkastande räntebärande

5 Avviker från den redovisade exponeringen då terminsexponeringen ej är inkluderad

KÄLLA: Fjärde AP-fonden; McKinsey-analys

Fjärde AP-fonden har under perioden 2001-2012 i sin faktiska portfölj främst ökat andelen aktier i tillväxtmarknader och till fastigheter och andra alternativa tillgångar, samtidigt som allokeringen till svenska aktier och utländska aktier utanför tillväxtmarknader minskade (Bild 38). Under 2012 ökade allokeringen till alternativa tillgångar något (2 procentenheter). I övrigt skedde endast mindre förändringar i allokeringen mellan tillgångsslag över året.

### **FJÄRDE AP-FONDENS AKTIVA AVKASTNING 2001<sup>56</sup>-2012**

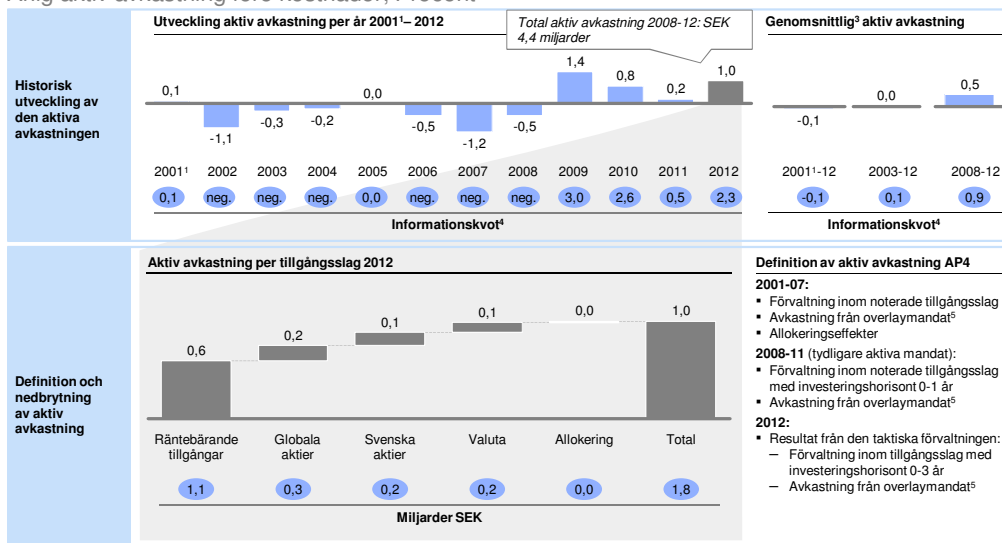
Fjärde AP-fonden har ändrat definitionen på vad som ingår i den aktiva avkastningen sedan 2001. År 2001-2007 definierades aktiv avkastning som förvaltning inom noterade tillgångsslag, avkastning från overlay-mandat, samt allokeringseffekter. År 2008-2011 definierades aktiv avkastning som förvaltning inom noterade tillgångsslag med en investeringshorisont på 0-1 år och avkastning från overlay-mandat (ej allokeringseffekter). Från och med 2012 definieras den aktiva avkastningen som resultat från den taktiska förvaltningen, vilket inkluderar förvaltning inom tillgångsslag med investeringshorisont på 0-3 år samt avkastning från overlay-mandat.

Med hänsyn till dessa förutsättningar visar en analys av Fjärde AP-fondens aktiva avkastning att fonden har haft en genomsnittlig årlig aktiv avkastning före kostnader på -0,1% av likvidportföljen under perioden 2001-2012, 0,0% under tioårsperioden 2003-2012, 0,5% under femårsperioden 2008-2012, samt 1,0% (motsvarande SEK 1,8 miljarder) under 2012 (Bild 39). Under 2012 bidrog främst räntebärande tillgångar (0,6 procentenheter) samt globala aktier (0,2 procentenheter) till den aktiva avkastningen.

Bild 39

## Fjärde AP-fondens aktiva avkastning 2001<sup>1</sup>–2012

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



<sup>1</sup> 1 juli 2001

<sup>2</sup> Beräknas mot noterade tillgångar som bas 2001-11. Från och med 2012 beräknas den aktiva avkastningen mot den taktiska portföljen som bas

<sup>3</sup> Geometriskt snitt av den dagliga aktiva avkastningen

<sup>4</sup> Informationskvoten definieras som den aktiva avkastningen dividerat med fondens aktiva risk och visar hur mycket överavkastning som den aktiva förvaltningen gett. Annualiserad informationskvot baserad på daglig avkastning och antagande om 260 handelsdagar

<sup>5</sup> Utgår av aktiv valutaförvaltning samt taktisk allokering

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 2012. Den grundläggande utvärderingen fokuserar på att beskriva förändringar i fondens organisation och strategi som genomförts under 2012 och att redovisa avkastningen från fondens totala portfölj och de olika delarna i fondens investeringsverksamhet.

### **SJÄTTE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2012**

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. Andra viktiga händelser i fondens historia inträffade 2006, 2009 och 2011. 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>57</sup>. 2011 fick fonden en ny VD och en ny styrelse och genomförde flera viktiga förändringar i fondens organisation och investeringsstrategi. Styrelsen förtydligade ägarens uppdrag och frångick fokus på ”små och medelstora svenska tillväxtföretag”, en ny investeringsstrategi introducerades på hög nivå med fokus på direktinvesteringar i mogna bolag med positiva kassaflöden samt fondinvesteringar i mogna bolag och Venture Capital, och en ny organisationsstruktur utvecklades med investeringsverksamheten samlad i de två affärsområdena Företagsinvesteringar och

<sup>57</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

Fondinvesteringar (Bild 40). I tillägg gjordes en genomlysning av alla portföljbolag, ett antal personer lämnade fonden och ersattes av nyrekryteringar, och styrelsen beslutade om ett nytt långsiktigt avkastningsmål, definierat som SHB Nordix All-Share Portfolio Index plus 2,5%, som implementerades under 2012.

Under 2012 fortsatte det förändringsarbete som påbörjades 2011. Hösten 2012 rekryterades en ny VD och Sjätte AP-fonden genomförde följande viktiga förändringar under året:

- Fonden fick tre nya personer i ledningsgruppen: chef för Företagsinvesteringar, chef för Fondinvesteringar och CFO<sup>58</sup>, varav den sistnämnda rekryteringen skedde internt. Kommunikationschef och Chefsjurist är desamma som vid årets början.
- Fonden sålde ett tiotal bolag under året, varav de största försäljningarna var MECA och Lindab (dessa två försäljningar bidrog tillsammans med omkring SEK 2,3 miljarder till likviditetsförvaltningen).
- Fonden utvecklade och började operationalisera strategin som beslutades på hög nivå under 2011. Fonden beslutade att rikta in sig på att göra färre men större direktinvesteringar i mogna bolag som minoritetsägare tillsammans med partners (ett exempel på det är fondens investering i det norska bolaget Aibel i slutet av 2012<sup>59</sup> tillsammans med Ratos). Fondens målsättning är att därigenom över tid minska antalet direktägda bolag från ca 50 till 10-15 bolag i portföljen. Fonden tog också flera initiativ för att förändra sin organisation och arbetssätt med syfte att säkra kvaliteten i förvaltningen och uppnå mer effektiv ägarstyrning. Strukturen med fond- och företagsinvesteringar består, men noterade småbolag har brutits ut ur investeringsverksamheten och redovisas som en del av likvidförvaltningen. Förvaltningsorganisationen för företagsinvesteringar har slagits ihop till en enhet (tidigare branschindelad) och affärsområdet Life Science har delats upp mellan fond och företag. Fonden har också ökat samarbetet mellan fond- och företagsinvesteringar. I tillägg har fonden infört en ny struktur för arbetet med hållbarhetsfrågor (t ex kartläggning av innehavens arbete inom området samt Sjätte AP-fondens exponering). Fonden har även under året fokuserat på att utveckla verksamheten genom att bl.a. förtydliga roller och beslutsprocesser, till exempel har fyra kommittéer inrättats med syftet att öka kvaliteten i beslutsfattande:
  - *Investeringskommittén*: bereder underlag till styrelsen för investeringsärenden.
  - *Etikkommittén*: hanterar etiska frågeställningar i verksamheten.
  - *Nominerings- och ersättningskommittén*: bevakar dessa frågor i portföljbolagen.
  - *Värderingskommittén*: granskar värderingen av onoterade innehav.

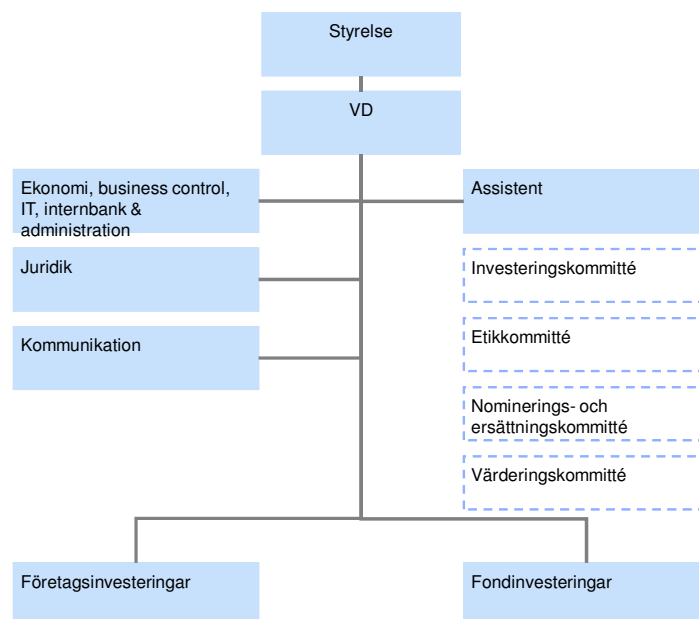
<sup>58</sup> Tillträdde den 1 januari 2013

<sup>59</sup> Inkluderas i räkenskaperna för 2013

- Fonden fokuserade också under året på att börja positionera sig externt enligt den nya strategin (expertis inom både fond- och direktinvesteringar, kännedom om den nordiska marknaden och möjligheten att ta en minoritetsroll i saminvesteringar) och återetablera sig på marknaden för nya investeringar.

Bild 40

### Sjätte AP-fondens organisationsstruktur



## RESULTAT FÖR SJÄTTE AP-FONDENS TOTALA PORTFÖLJ 1997-2012

Sjätte AP-fondens kapital har vuxit från SEK 10,4 miljarder till SEK 20,2 miljarder sedan 1996 (Bild 41). Sedan starten har fonden successivt minskat andelen likvida medel förvaltade i internbanken och byggt upp en investeringsförvaltning<sup>60</sup>. Vid utgången av 2012 uppgick likviditetsförvaltningen till SEK 6,5 miljarder.

Fondens utveckling 1997-2012 motsvarar en avkastning på 4,2% per år, 2003-2012 5,7% per år samt 2008-2012 0,6% per år efter kostnader (Bild 42). Avkastningen under 2012 var 9,2% eller SEK 1,7 miljarder. Det här innebär att fonden inte har nått upp till styrelsens avkastningsmål under någon av dessa tidsperioder.

Sjätte AP-fondens uppdrag och portföljsammansättning samt att fonden är stängd försvårar en direkt jämförelse av fondens avkastning med externa benchmarks. Som referens har dock fondens avkastning under den senaste tioårsperioden 2003-2012 varit

<sup>60</sup> Inkluderar från och med 2012 även noterade småbolag

lägre än index för noterade svenska småbolag (MSCI Swedish Smallcap) och svenska mellanstora bolag (MSCI Swedish Mid Cap), men högre än inkomstindex.

Fondens redovisade kostnader har under 2003-2012 varierat mellan SEK 130 och 180 miljoner per år. 2012 uppgick de redovisade kostnaderna till SEK 137 miljoner. Det här innebär att fondens kostnader har motsvarat 0,7-1,4% 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.

Bild 41

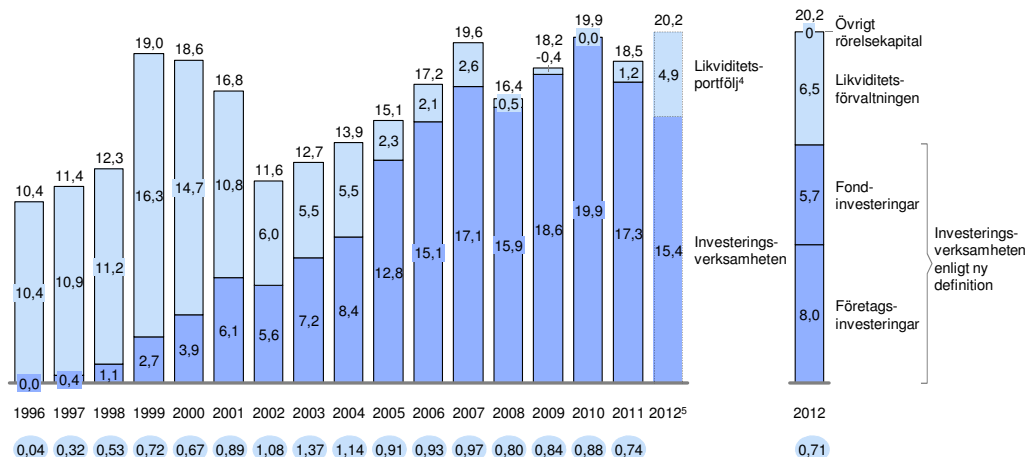
### Portföljutveckling Sjätte AP-fonden 1996–2012

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

Utveckling av fondkapital per år 2001 - 2012 enligt tidigare definition

x Totala kostnader som andel av genomsnittligt förvaltad kapital<sup>2</sup>  
Procent

Fondkapital 2012 enligt ny definition<sup>3</sup>



1 AP6 redovisningsprinciper inom tillgångsslaget Private Equity: i) värdering görs vid årets utgång som inkluderar kvartal fyra. ii) försiktiga värderingsprinciper av onoterade tillgångar samt kostnadsfört samtliga tillgångsförda kostnader (inklusive förvaltningskostnader) och därmed tagit dem i resultatet

2 Totala kostnader enligt definition i fondens årsredovisning; externa management fees redovisas som del i anskaffningsvärdet

3 Enligt den nya definitionen redovisas fond- och företagsinvesteringar separat. Noterade småbolag redovisas som en del av likviditetsförvaltningen

4 Sedan 2003 internbanken. I internbanken ingår förutom kreditutnyttjande även hedging, korta tillgångar/skulder samt eventuellt övrigt kapital som inte är klassificerat

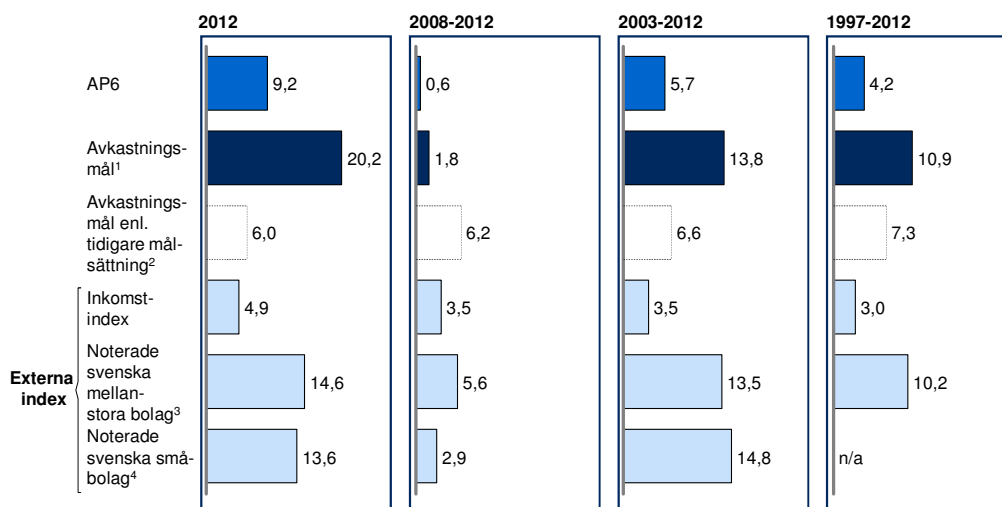
att ingå i investeringsverksamheten. Från 2012 beräknas likviditetsportföljen som likviditetsförvaltningen minus noterade småbolag

5 Redovisas enligt tidigare definition för jämförbarhet med historisk utveckling

KÄLLA: Sjätte AP-fonden; McKinsey-analys

## Resultat Sjätte AP-fondens totala portfölj

Genomsnittlig årlig avkastning efter totala kostnader; Procent



1 Nytt avkastningsmål sedan 2012: SHB Nordix All-Share + riskpremie om 2,5% baserat på fondens riskprofil och kassaallokering

2 Baserat på den målsättning som användes 2003-11: 4,5 % plus reporänta. Före 2003 var målet ett börsindex. Under 1997-2012 var reporäntan 2,76 % per år, under 2003-2012 2,12 % per år, under 2008-12 1,70% per år, samt under 2012 1,46%

3 Total avkastning för MSCI Swedish Mid cap (för svenska mellanstora bolag)

4 Total avkastning för MSCI Swedish Small cap (för svenska småbolag)

KÄLLA: Sjätte AP-fonden; McKinsey-analys

## RESULTAT FÖR SJÄTTE AP-FONDENS INVESTERINGSVERKSAMHET 1997-2012

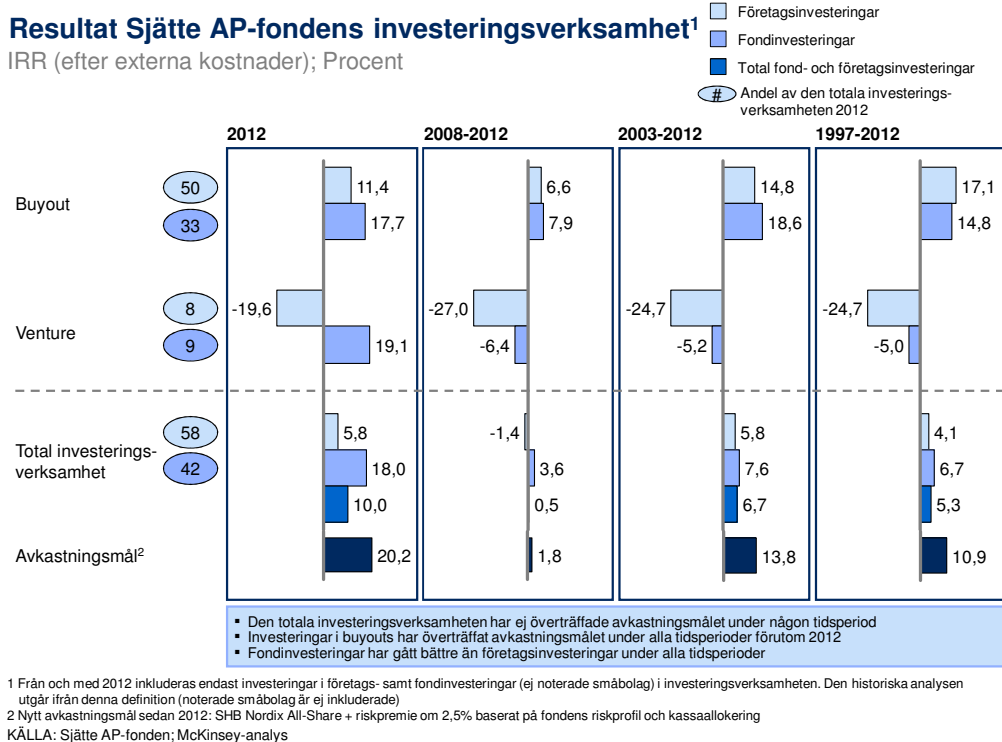
Under perioden 2003-2012 genererade Sjätte AP-fondens investeringsverksamhet en avkastning på 6,7% per år, vilket är lägre än fondens nya avkastningsmål för perioden (definierades under 2012). Det är värt att notera att fondens strategi och definition av målsättning har ändrats över tid, vilket gör att den nya målsättningen som definierades 2012 är mer relevant för fondens nya strategi än den historiska portföljsammansättningen och strategin. Fondens nya målsättning är definierad som ett externt aktieindex plus ett påslag för att fånga fondens ambition att skapa överavkastning och den premium fonden bör kräva i sina investeringar på grund av låg likviditet. Det nya avkastningsmålet bedöms relevant.

Inom de olika marknadssegmenten har avkastningen varierat kraftigt (Bild 43).

Segmentet mogna bolag har genererat en årlig avkastning på 14,8% i företagsinvesteringar och 18,6% i fondinvesteringar (totalt 16,3%) under 2003-2012, vilket var högre än det totala avkastningsmålet på 13,8% och i linje med eller högre än index för noterade svenska mellanstora bolag (13,5%) och noterade svenska småbolag (14,8%). Investeringarna i Venture Capital har påverkat resultatet för investeringsportföljen negativt under 2003-2012 och uppgick till -24,7% per år för företagsinvesteringar och till -5,2% per år för fondinvesteringar (totalt -14,2% per år) under 2003-2012 och nådde därmed inte upp till fondens avkastningsmål eller index för noterade svenska småbolag. Mönstret är detsamma för samtliga utvärderade tidsperioder,

med undantag av 2012 då fondinvesteringar i Venture Capital visade en positiv avkastning på 19,1% medan investeringar i mogna bolag genererade en avkastning på 11,4% i företagsinvesteringar och 17,7% i fondinvesteringar och därmed inte nådde det totala avkastningsmålet på 20,2%. Avkastningen för fondinvesteringar i både mogna bolag och Venture Capital överträffade däremot index för noterade svenska mellanstora bolag (14,6%) samt noterade svenska småbolag (13,6%).

Bild 43



## 9. Grundläggande utvärdering av Sjunde AP-fonden

I det här kapitlet presenteras resultaten från den grundläggande utvärderingen av Sjunde AP-fondens verksamhet 2012. Utvärderingen fokuserar på att beskriva fondens förvaltningsmodell, nyckelhändelser 2012 samt att redovisa fondens NAV<sup>61</sup>-avkastning och aktiva avkastning 2001-2012.

### **SJUNDE AP-FONDENS FÖRVALTNINGSMODELL OCH NYCKELHÄNDELSER 2012**

Sjunde AP-fonden är det statliga alternativet i Premiepensionssystemet. 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>62</sup> har Sjunde AP-fonden på riksdagens uppdrag<sup>63</sup> 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 (alla kombinationer av de två byggstensfonderna), varav AP7 Såfa (Statens Årskullsförvaltningsalternativ) är förvalsalternativet för dem som inte aktivt väljer en förvaltare i premiepensionssystemet (Bild 44).

Grundfilosofin i Sjunde AP-fondens förvaltningsstrategi är passiv förvaltning men fonden förvaltar även en del av kapitalet aktivt (~19% under 2012). 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 hävstång som innebär en strategisk inriktning på 150% och aktiv förvaltning på utvalda marknader med fokus på kort till medellång sikt. Under 2012 har styrelsen avvecklat mandatet för dynamisk hävstång och istället implementerat ett mandat för taktisk allokering som bland annat ger

<sup>61</sup> Net Asset Value

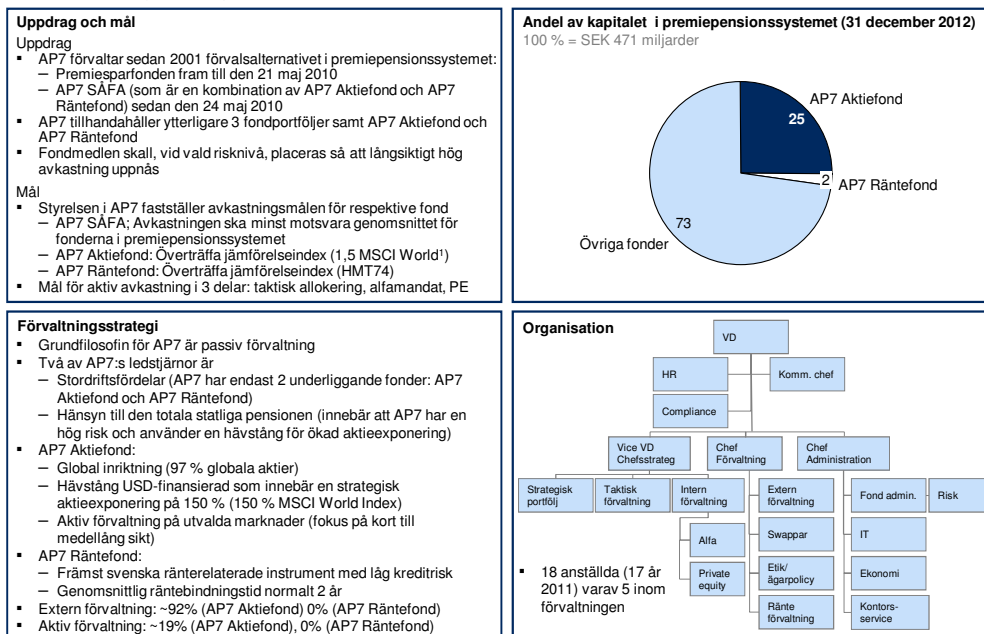
<sup>62</sup> Flytt av kapital skedde den 21 maj och 22-23 maj var ej handelsdagar

<sup>63</sup> Till följd av en lagändring (på förslag av regeringen)

VD mandat att avvika från den strategiska inriktningen på hävstången med +/- 10%-enheter. Vidare är aktiefonden externt förvaltd till 92% 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 44

### Beskrivning av Sjunde AP-fonden 2012



<sup>1</sup> Det benchmark som används består av 1 x MSCI World (omräknat i SEK) + 0,5 x MSCI World (i USD) samt justering för finansiering av hävstång

KÄLLA: Sjunde AP-fonden

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

- Taktisk allokering<sup>64</sup>: 500 miljoner per år över en rullande femårsperiod.
- Alfamandat: 275 miljoner för 2012.

<sup>64</sup> Avsteg från den strategiska hävstången på 50%



- Private Equity: 2 procentenheter över MSCI All Country World Index per år över en rullande 10-årsperiod.

Vid utgången av 2012 hade fondens organisation 18 anställda varav 5 inom förvaltningen. År 2011 hade fonden 17 anställda varav 5 inom förvaltningen. Förvaltningsorganisationen består av enheterna Kassa och valutahantering, Svenska räntor, Ägarpolicy samt ett flertal externa förvaltare.

Sjunde AP-fonden genomförde följande viktiga förändringar under 2012:

- Under året genomfördes en kompetensinventering som låg till grund för en omorganisering av ledningsgruppen och bildande av tre grupper / kommittéer: placeringskommitté (fanns även tidigare), riskhanteringskommitté (för riskuppföljning och beredning av riskfrågor till styrelsen) samt administrativ och strategisk ledningsgrupp.
- Fonden har under året samlat den interna aktiva förvaltningen i ett ”aktivt center” med syfte att fokusera arbetet med att utnyttja riskpremier och onormala prissättningar som uppstår på marknaden.
- Utöver förändringen gällande hävstången (se ovan) stängde fonden ned två alfa-mandat och gjorde en upphandling av nya mandat, som kommer implementeras under första kvartalet 2013.
- Fonden beslutade att från och med 1 januari 2013 sänka avgiften för respektive byggstansfond med 0,01 procentenhet, från 0,15% till 0,14% per år av fondförmögenheten för AP7 Aktiefond och från 0,09% till 0,08% för AP7 Räntefond.
- Fonden ökade fokus på extern kommunikation under året med syfte att öka transparensen och informationen till spararna. En kommunikationsplan som ska vara fullt infasad 2013 började rullades ut och en kommunikationschef anställdes på heltid. Fonden etablerade sig också på sociala medier (till exempel Twitter) och arbetade med att bygga upp hemsidan.
- Fonden inrättade under året ett revisionsutskott och en funktion för internrevision med syfte att ytterligare stärka den interna kontrollen.

## **SJUNDE AP-FONDENS RESULTAT 2001-2012**

Sjunde AP-fonden förvaltade vid slutet av 2012 27,1% av totala premiepensionssystemets kapital, varav 25,2% i AP7 Aktiefond och 1,9% i AP7 Räntefond (Bild 45). Sedan år 2000 har Sjunde AP-fondens andel av totala premiepensionssystemet minskat med totalt 3,5 procentenheter<sup>65</sup>.

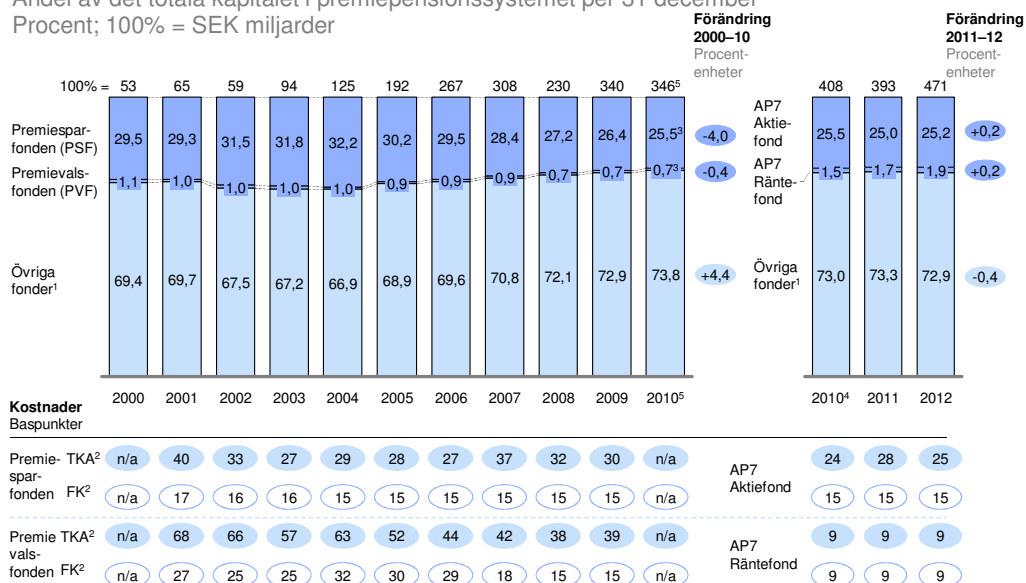
<sup>65</sup> Sannolikt i första hand drivet av att fler sparare gör ett aktivt val. Det kan också finnas en effekt från t.ex. skillnader i lönenivåer och löneutvecklingstakt mellan aktiva väljare och de som inte väljer aktivt

Kostnader (inklusive courtage)<sup>66</sup> som andel av genomsnittligt kapital uppgick 2012 till 0,25% för AP7 Aktiefond (0,28% 2011) och 0,09% för AP7 Räntefond (0,09% 2011). Förvaltningsavgiften för AP7 Aktiefond respektive AP7 Räntefond uppgick 2012 till 0,15% respektive 0,09% av fondens förmögenhet. Genomsnittlig förvaltningsavgift hos de 804 fonder som ingick i premiepensionssystemet 31 december 2012 var 0,58%<sup>67</sup>.

Bild 45

### Utveckling av det totala kapitalet i premiepensionssystemet 2000–2012

Andel av det totala kapitalet i premiepensionssystemet per 31 december<sup>3</sup>  
 Procent; 100% = SEK miljarder



1 788 valbara fonder januari 2010 2 TKA: totalkostnadsandel (fondens kostnader inkl. transaktionskostnader vid köp och försäljning av värdepapper som andel av den genomsnittliga fondförmögenheten), FK: förvaltningskostnader 3 För 2010: 21 maj 2010 4 31 december 2010 5 31 maj 2010

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

Under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2012 genererade förvalsalternativet Såfa i genomsnitt en avkastning på 6,9% per år, medan premiepensionsindex hade en genomsnittlig avkastning på 3,4% per år. Detta kan också jämföras med avkastningen på MSCI All Country World aktieindex som under perioden hade en genomsnittlig avkastning på 3,2% per år (Bild 46). 2012 var avkastningen på Såfa 17,4%, jämfört med 10,5% för premiepensionsindex och 10,4% för MSCI All Country World aktieindex. Under hela perioden 2001-2012 har därmed Sjunde AP-fondens förvalsalternativ<sup>68</sup> i genomsnitt avkastat 0,8 procentenheter mer än premiepensionsindex per år. Under den senaste tioårsperioden 2003-2012 har förvalsalternativet i genomsnitt avkastat 6,9% per år, vilket är 0,2 procentenheter per år mer än premiepensionsindex. Under den senaste

<sup>66</sup> Inkluderar förvaltningskostnader och övriga transaktionsrelaterade avgifter (definierat som TKA, totalkostnadsandel)

<sup>67</sup> Avser förvaltningsavgifter brutto (1,58%) samt rabatter (1,00%)

<sup>68</sup> Premiesparfonden jan 2001-maj 2010 och Såfa maj 2010- dec 2012

femårsperioden 2008-2012 har förvalsalternativet med en avkastning på i genomsnitt 0,8% per år överträffat premiepensionsindex med 1,4 procentenheter per år.

Sjunde AP-fondens Aktiefond avkastade 20,0% 2012 och i genomsnitt 7,5% per år under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2012. Aktiefondens avkastning överträffade fondens jämförelseindex under 2012 men låg strax under jämförelseindex för perioden 24 maj 2010 till 31 december 2012. Sjunde AP-fondens Räntefond avkastade 2,9% 2012 och i genomsnitt 2,3% per år under perioden 24 maj 2010 till 31 december 2012, vilket var lägre än fondens jämförelseindex både under 2012 och för perioden 24 maj 2010 till 31 december 2012.

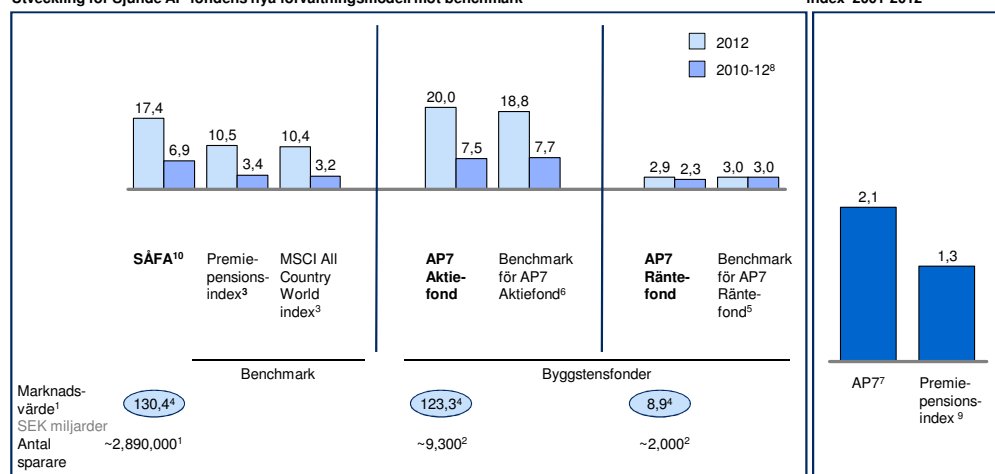
Bild 46

### Utveckling för Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell 24 maj 2010 – 31 dec 2012

Årlig avkastning; procent

Utveckling för Sjunde AP-fondens nya förvaltningsmodell mot benchmark

Utveckling för AP7s förvaltsalternativ mot Premiepensionsindex<sup>9</sup> 2001-2012



<sup>1</sup> Fondförmögenhet den 31 december 2012; <sup>2</sup> 31 december 2012. Avser de sparare som aktivt valt att investera hela eller delar av sin portfölj i en av byggsfonderna (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 normalår bestå av 1 x MSCI ACWI (i SEK) + 0,5 x MSCI ACWI (i USD) samt justering för finansiering av hävstång. För 2010 är benchmark anpassad för hävstångens successiva uppbyggnad under året. <sup>7</sup> Utgår av PSF jan 2001-maj 2010 och SÅFA maj 2010-dec 2012; <sup>8</sup> Geometriskt snitt av den årliga avkastningen 24 maj 2010 – 31 dec 2012; <sup>9</sup> Genomsnitt av avkastningen för fonderna i premiepensionssystemet (exklusive AP7:s produkter); <sup>10</sup> SÅFA bestod den 28 december 2012 av 93,3% AP7 Aktiefond och 6,7% AP7 Räntefond

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

### SJUNDE AP-FONDENS AKTIVA AVKASTNING 2001-2012

Den aktiva avkastningen 2012 för Sjunde AP-fondens Aktiefond respektive Räntefond var 119 respektive -5 baspunkter (Bild 47). För perioden 24 maj 2010 till 31 december 2012 var den aktiva avkastningen för Aktiefonden respektive Räntefonden -14 respektive -65 baspunkter per år.

De två främsta källorna till den aktiva avkastningen i AP7 aktiefond under 2012 var den taktiska allokeringen (+56 baspunkter) och exponeringen mot tillväxtmarknader (+32 baspunkter).

Den absolutavkastande alfaförvaltningen, som utvärderas på årsbasis, hade en positiv avkastning på SEK 158 miljoner 2012 jämfört med det årliga avkastningsmålet om SEK

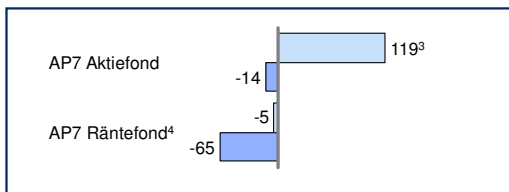
275 miljoner. Den genomsnittliga avkastningen för perioden 24 maj 2010 till 31 december 2012 var SEK 58 miljoner. Den taktiska allokeringen har en femårig utvärderingshorisont med ett mål om SEK 500 miljoner i genomsnitt per år. Under 2012 var den årliga genomsnittsavkastningen SEK 528 miljoner.

Bild 47

### Aktiv avkastning AP7 24 maj 2010 – 31 dec 2012

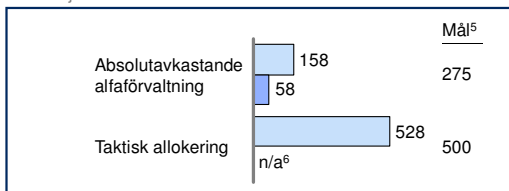
#### AP7 total aktiv avkastning

Baspunkter

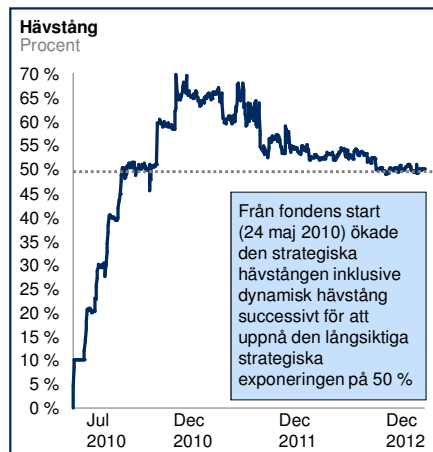


#### AP7 Aktiefond – årlig avkastning taktisk allokering och alfaförvaltning

SEK miljoner



#### Hävstång<sup>1</sup> i AP7 Aktiefond



1 Inkluderar strategisk samt dynamisk hävstång. 31 dec 2012 var den strategiska hävstången 50% (exponering SEK 62 miljarder). Den dynamiska hävstången har ej haft någon exponering sedan 20 aug 2012  
 2 Geometriskt snitt baserat på skillnaden mellan den årliga avkastningen för aktie- eller räntefonden samt respektive benchmark. Ett aritmetiskt snitt ger +1 bp för AP7 Aktiefond samt -58 bp för AP7 Räntefond  
 3 Absolutavkastande alfaförvaltning utgör +17bps, taktisk allokering utgör +56bps, exponering mot tillväxtmarknader +32bps, bidrag från betaportföljen -3bps, aktieutlåning +2bps, samt residual främst från drift mellan hävstång och benchmark +14bps  
 4 AP7 Räntefond förvalts passivt sedan början av 2012. Negativ avvikelse mot jämförelseindex 2010-11 till följd av aktiv förvaltning, transaktionskostnader samt att jämförelseindex ej gick att replikera fullt. Negativ aktiv avkastning 2012 till följd av transaktionskostnader  
 5 Absolutavkastande alfaförvaltning har ett årligt avkastningsmål medan den taktiska allokeringen utvärderas i genomsnitt över en 5-årsperiod  
 6 Ej tillämpligt då mandatet infördes under 2012

KÄLLA: Sjunde AP-fonden; McKinsey-analys