

Regeringens skrivelse

2000/01:131

Redovisning av AP-fondernas verksamhet år 2000

Skr. 2000/01:131

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 23 maj 2001

Göran Persson

Bosse Ringholm
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen lämnar regeringen en redovisning av de allmänna pensionsfondernas (AP-fondernas) verksamhet under år 2000. I redovisningen ingår bl.a. en sammanställning av AP-fondernas årsredovisningar och en utvärdering av deras förvaltning av fondkapitalet. I likhet med tidigare år har regeringen anlitat extern expertis för att bidra med underlag till utvärderingen.

Sammanställningen av AP-fondernas årsredovisningar visar att det marknadsvärderade resultatet för buffertfonderna sammantagna (dvs. Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna) uppgick till 28,1 miljarder kr under året. Pensionssystemet uppvisade ett avgiftsöverskott på 5,5 miljarder kr och kostnaderna för pensionssystemets administration uppgick till 1,1 miljarder kr. Den av riksdagen beslutade inleveransen av 45 miljarder kr till staten medverkade till att buffertfondernas fondkapital minskade under året med 12,6 miljarder kr till sammanlagt 733,9 miljarder kr.

Buffertfondernas marknadsvärderade resultat år 2000 kan alternativt uttryckas som en avkastning på genomsnittligt fondkapital. Uttryckt på detta sätt blir den sammanvägda avkastningen 3,8 % nominellt eller 2,4 % realt. Detta är nettoeffekten av en positiv avkastning på obligationer och en generellt negativ avkastning på aktier. Det negativa resultatbidraget från aktieportföljerna hade varit ännu större om inte aktieförvaltningen som helhet varit lyckosam under året. Uttryckt som ett genomsnitt under den senaste femårsperioden blir den sammanvägda avkastningen 9,4 % nominellt eller 8,8 % realt. Detta måste betecknas som en hög långsiktig realavkastning för en portfölj med låg risk. Vid senaste årsskiftet utgjorde nominella räntebärande instrument drygt 65 %

av buffertfondernas totala portfölj och aktier knappt 22 %. Därtill utgjorde andelen realränteobligationer knappt 8 % och andelen fastigheter knappt 5 % av de totala placeringarna.

Regeringens utvärdering av AP-fondernas förvaltning av fondkapitalet visar att buffertfonderna som grupp utvecklats bättre och att ingen utvecklats sämre än jämförelseindex under år 2000. Sett över den senaste femårsperioden är den totala bilden inte lika tydlig.

Första och Andra AP-fonderna, de tidigare första–tredje fondstyrelserna, har samförvaltats t.o.m. år 2000. Fondernas totala avkastning översteg ett sammanvägt jämförelseindex under år 2000 och utvecklades som index under den senaste femårsperioden.

Tredje AP-fonden, den tidigare femte fondstyrelsen, överträffade jämförelseindex med vid marginal under år 2000, även om avkastningen var negativ. Det av styrelsen fastställda långsiktiga målet har inte infriats under den senaste femårsperioden, men väl under de två år målet varit i kraft.

Fjärde AP-fonden, den tidigare fjärde fondstyrelsen, presterade en total avkastning i nivå med jämförelseindex under år 2000. Styrelsens långsiktiga mål har inte uppnåtts under den senaste femårsperioden, men väl under de två år målet varit i kraft.

Sjätte AP-fondens noterade aktieportfölj utvecklades bättre än jämförelseindex förra året och även sedan fondens första verksamhetsår 1997. Sjätte AP-fondens onoterade portfölj har avkastat i genomsnitt 21,6 % per år sedan startåret, beräknat som internränta, vilket är bättre än styrelsens långsiktiga mål.

Sjunde AP-fonden verkar inom premiereservsystemet och har därmed en annan roll än buffertfonderna. Sjunde AP-fonden startade sin förvaltning av de först mottagna fondmedlen den 26 september 2000. Historiken blir därmed alltför kort för att kunna läggas till grund för en utvärdering.

Skrivelsen innehåller även en diskussion av allmän karaktär om AP-fondernas mål och organisation.

Buffertfondernas redovisade avkastning 1996–2000 i nominella termer (%)

	2000	1999	1998	1997	1996	1996- 2000
Första och Andra AP-fonderna	8,9	0,6	10,0	6,4	13,9	7,9
Tredje AP-fonden	-1,5	53,1	6,7	30,1	43,1	24,5
Fjärde AP-fonden	-10,1	64,7	9,0	27,8	36,8	23,1
Sjätte AP-fonden	-1,3	55,8	8,4	8,1	-	
Totalt	3,8	10,3	9,0	8,6	15,4	9,4

1	Inledning	4
2	AP-fonderna i det reformerade ålderspensionssystemet	5
2.1	Historik	5
2.2	Placeringsinriktning	6
2.3	Förändringar i AP-fondernas reglemente under år 2000	7
2.4	AP-fonderna i det reformerade ålderspensionssystemet	9
3	AP-fondernas samlade resultat	12
3.1	Bakgrund och grundläggande termer	12
3.2	Utvecklingen på de finansiella marknaderna åren 1996–2000	14
3.3	Buffertfondernas samlade resultat	17
4	Sammanställning av AP-fondernas resultat år 2000	21
4.1	Första och Andra AP-fonderna	21
4.2	Tredje, Fjärde och Sjätte AP-fonderna	23
4.2.1	Tredje AP-fondens resultat	24
4.2.2	Fjärde AP-fondens resultat	25
4.2.3	Sjätte AP-fondens resultat	27
4.3	Sjunde AP-fonden	30
5	Regeringens utvärdering av AP-fondernas verksamhet	32
5.1	Utvärdering av Första och Andra AP-fondernas förvaltning	32
5.2	Utvärdering av Tredje AP-fondens förvaltning	35
5.3	Utvärdering av Fjärde AP-fondens förvaltning	37
5.4	Utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning	40
5.5	Utvärdering av AP-fondernas mål och organisation	43
Bilaga 1	Årsredovisning Första och Andra AP-fonderna	
Bilaga 2	Årsredovisning Tredje AP-fonden	
Bilaga 3	Årsredovisning Fjärde AP-fonden	
Bilaga 4	Årsredovisning Sjätte AP-fonden	
Bilaga 5	Årsredovisning Sjunde AP-fonden	
Bilaga 6	Underlag från William M. Mercer AB	
	Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 23 maj 2001	

Medelsförvaltningen inom de allmänna pensionsfonderna (AP-fonderna) är fördelad på sex fonder som alla tillhör den nyligen reformerade försäkringen för inkomstrelaterad ålderspension, vilken i sin tur har delats upp i ett fördelningssystem och ett premiereservsystem. Fem fonder (Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna) utgör buffertfonder inom fördelningssystemet medan Sjunde AP-fonden tillhör premiereservsystemet. Fondernas verksamhet regleras av två nya lagar, dels lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder), dels lagen (2000:193) om Sjätte AP-fonden. Dessa lagar trädde i kraft delvis den 1 maj 2000 och i övrigt den 1 januari 2001. Tidigare reglerades fondernas verksamhet av lagen (1983:1092) med reglemente för Allmänna pensionsfonden (APR). Övergångsbestämmelser och andra bestämmelser som reglerar övergången till det nya fondsystemet finns i lagen (2000:194) om införande av ny lagstiftning för allmänna pensionsfonder.

Den äldre lagstiftningen har i allt väsentligt varit styrande för fondernas förvaltning t.o.m. år 2000 och utgör därmed en utgångspunkt för regeringens utvärdering av fondernas historiska resultat. Emellertid har den nya lagstiftningen ansetts motivera en separat granskning av hur AP-fonderna valt att omsätta i praktisk handling de nya förutsättningar som gäller fr.o.m. år 2001. Denna separata utvärdering avser dels utformningen av de nya organisationerna mot bakgrund av det nya och bredare uppdraget, dels det analysarbete som ligger till grund för fondstyrelsernas beslut om portföljernas långsiktiga inriktning.

AP-fonderna skall årligen till regeringen överlämna årsredovisning och revisionsberättelse. Sjätte AP-fonden skall därtill lämna en egen utvärdering av fondens förvaltning (resultatuppföljning) med utgångspunkt i de närmare mål för placeringsverksamheten som styrelsen har fastställt. Regeringen skall sedan göra en sammanställning av fondernas årsredovisningar och en utvärdering av deras förvaltning av fondkapitalet. Sammanställningen, fondstyrelsernas årsredovisningar och regeringens utvärdering skall överlämnas till riksdagen.

I skrivelsen lämnar regeringen i avsnitt 2 en redogörelse för AP-fondernas verksamhet och organisation, mot bakgrund av de omfattande reformer som ägt rum på området. I avsnitt 3 redovisas det samlade resultatet för fördelningssystemets buffertfonder och i avsnitt 4 ges en sammanfattning av resultaten för varje fond. Därefter följer i avsnitt 5 regeringens utvärdering av medelsförvaltningen. Även i år har regeringen anlitat extern expertis för att bistå vid utvärderingen. Deras underlag redovisas i en rapport som finns i bilaga 6. Begränsade delar av denna rapport har här utelämnats. Skälet till detta är att rapporten i dessa delar innehåller uppgifter som erhållits från fonderna och för vilka sekretess gäller enligt 6 kap. 1 § sekretesslagen (1980:100).

2 AP-fonderna i det reformerade ålderspensionssystemet

Skr. 2000/01:131

2.1 Historik

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

Som en konsekvens av reformarbetet har AP-fonderna fått en ny och tydligare roll inom ramen för ett autonomt pensionssystem, vilket kodifieras i det nya regelverket för AP-fondernas verksamhet som beslutades av riksdagen den 12 april 2000 (prop. 1999/2000:46, bet. 1999/2000:FiU19, rskr. 1999/2000:181). En ny organisatorisk struktur trädde i kraft den 1 maj 2000. En motsvarande intern omfördelning av kapital mellan Första–Fjärde AP-fonderna, samt en inleverans av 155 miljarder kr från fonderna till staten, genomfördes vid årsskiftet 2000/01. Vid samma tillfälle började de nya placeringsreglerna och resterande delar av den nya lagstiftningen att gälla. Sjätte fondstyrelsen berördes inte materiellt av de nya reglerna, men bytte namn till Sjätte AP-fonden. Alla AP-fonders verksamhet t.o.m. år 2000 har reglerats av den tidigare lagstiftningen.

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

Inledningsvis uppdrogs förvaltningen åt tre fondstyrelser (första, andra och tredje fondstyrelserna). Fondstyrelserna skulle enligt lag placera medlen i svenska räntebärande värdepapper, fr.o.m. år 1988 har även placeringar i fastigheter medgetts.

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

Under våren 1998 fattade riksdagen beslut om det reformerade ålderspensionssystemet. Som ett led i denna reform inrättades den 1 juli 1998 en sjunde fondstyrelse med uppgift att verka inom det nyinrättade premiepensionssystemet. Genom övergångsbestämmelser regleras urfasningen av det tidigare ATP-systemet fram till år 2018, det sista år som ATP-poäng kan intjänas (utbetalningar av ATP-pensioner av någon omfattning väntas fortgå åtminstone in på 2030-talet). AP-fonderna finansierar försäkringen för inkomstrelaterad ålderspension oavsett om den härrör ur ATP-systemet eller ur det reformerade fördelningssystemet.

Reformen innebär att åtagandet för garantipension, liksom för ATP-systemets förtids- och efterlevandepension, överfördes från pensionssystemet till statsbudgeten. Vidare förändrades avgiftsstrukturen på så sätt att staten började betala pensionsavgifter på transfereringar inom socialförsäkringssystemet samt att en större del av arbetsgivaravgifterna gick till pensionssystemet och en mindre del till staten. Det ansågs mot den bakgrunden motiverat att kompensera statsbudgeten genom en kapitalöverföring från buffertfonderna. Riksdagen beslutade att Första och Andra AP-fonderna, vilka fram till uppdelningen av portföljerna motsvarade de tidigare första–tredje fondstyrelserna, skulle överföra 155 miljarder kr till Riksgäldskontoret den 1 januari 2001, utöver de sammantaget 90 miljarder kr som överfördes under åren 1999 och 2000. Överföringarnas slutgiltiga storlek bestäms vid en kontrollstation 2004 och en sista eventuell överföring görs den 1 januari 2005.

2.2 Placeringsinriktning

Enligt det t.o.m. år 2000 gällande uppdraget skulle Första och Andra AP-fonderna, de tidigare första–tredje fondstyrelserna, i huvudsak placera sina tillgångar i skuldförbindelser med låg kreditrisk. Av dessa fick högst 10 % vara utställda i utländsk valuta. Därtill fick högst fem procent av tillgångarna placeras i andra skuldförbindelser utfärdade av svenska aktiebolag eller ekonomiska föreningar, dock ej konvertibla skuldebrev eller skuldebrev förenade med optionsrätt. Högst fem procent av fondmedlen fick placeras i aktier i svenska eller utländska fastighetsbolag samt utländska fastigheter och fastighetsfonder.

Tredje, Fjärde och Sjätte AP-fonderna, de tidigare femte, fjärde respektive sjätte fondstyrelserna, skulle enligt tidigare lagstiftning, inom ramen för vad som var till nytta för ålderspensionssystemet, placera anförtrodda medel på riskkapitalmarknaden. Tredje, Fjärde och Sjätte AP-fondernas medel fick bl.a. placeras i aktier och konvertibler i svenska aktiebolag samt i standardiserade köp- och säljoptioner avseende aktier i svenska aktiebolag. Tredje och Fjärde AP-fonderna fick dessutom göra motsvarande placeringar i utländsk valuta med upp till 10 % av kapitalet. Tredje och Fjärde AP-fonderna fick som mest förvärva en andel som motsvarade 10 % av antal aktier eller röstetal i ett svenskt noterat aktiebolag. För Sjätte AP-fonden var denna andel maximalt 30 % av aktiekapital eller röster. Denna begränsning gällde inte Sjätte AP-fondens förvärv av aktier i svenska riskkapitalbolag eller onoterade bolag.

Sjunde AP-fonden, den tidigare sjunde fondstyrelsen, är en av flera förvaltare av de avgifter som erläggs för att finansiera det nya premiereservsystemet inom försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Ramarna för Sjunde AP-fondens placeringsinriktning ges på ett övergripande plan av lagstiftningen om AP-fonder och mer detaljerat av lagen (1990:1114) om värdepappersfonder.

Skr. 2000/01:131

2.3 Förändringar i AP-fondernas reglemente under år 2000

Under år 2000 beslutades om genomgripande förändringar av AP-fondernas organisation och verksamhet (prop. 1999/2000:46, bet. 1999/2000:FiU19, rskr. 1999/2000:181). Den nya lagstiftningen om AP-fonderna trädde i kraft den 1 maj 2000 såvitt gäller fondernas namn, antal och ledning. Övriga bestämmelser trädde i kraft den 1 januari 2001.

Tabell 1. Första–Fjärde AP-fondernas nya placeringsregler i sammandrag

Typ av instrument	Tillåtna placeringar
Generellt	Alla förekommande instrument på kapitalmarknaden. Aktier och fordringsrätter skall vara marknadsnoterade och omsättningsbara (fastighetsaktier undantagna).
Onoterade värdepapper	Högst 5 % av en fonds tillgångar får vara placerade i onoterade men omsättningsbara värdepapper. Onoterade aktier får endast ägas indirekt via fond eller riskkapitalbolag (fastighetsaktier undantagna).
Räntebärande instrument	Minst 30% av en fonds tillgångar skall vara placerade i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk.
Derivat	Främst i syfte att effektivisera förvaltning eller minska risker. Ej derivat med råvaror som underliggande tillgång.
Krediter	Bankinlåning och utlåning på dagslånemarknaden. Direktlån till egna fastighetsbolag. Repor och värdepapperslån främst i syfte att effektivisera förvaltningen.
Utländsk valuta	Högst 40 % av tillgångarna får vara exponerade för valutarisk. Upptäppning med 5 procentenheter per år från den gräns på 10 % som gällde vid utgången av år 2000.
Upplåning	Kortfristig upplåning vid tillfälliga behov. Möjlighet till lån i Riksgäldskontoret vid fondtömning.
Stora exponeringar	Högst 10 % av en fonds tillgångar får exponeras mot en enskild emittent eller grupp av emittenter med inbördes anknytning.
Svenska aktier	Marknadsvärdet av varje fonds innehav av noterade aktier i svenska bolag får uppgå till högst 2 % av värdet av de svenska aktier som är noterade vid svensk börs eller auktoriserad marknadsplats.
Röstandel	Högst 10 % i ett börsnoterat enskilt företag (egna fastighetsbolag undantagna). Högst 30 % i onoterade företag (riskkapitalbolag).
Externa förvaltningsuppdrag	Minst 10 % av kapitalet i varje fond skall skötas av utomstående förvaltare genom köp av fondandelar eller genom uppdrag om diskretionär förvaltning.

Den nya lagstiftningen innebar bl.a. att sju fondstyrelser ersattes av sex AP-fonder och att nya styrelser tillträdde under år 2000. Första–fjärde fondstyrelserna bildade Första, Andra respektive Fjärde AP-fonderna. Femte fondstyrelsen bildade Tredje AP-fonden. Sjätte och sjunde fondstyrelserna bytte namn till Sjätte respektive Sjunde AP-fonden. Andra AP-fonden, vars kansli skulle byggas upp från grunden, förlades till Göteborg, där Sjätte AP-fonden finns sedan tidigare.

De nya reglerna för verksamheten som trädde i kraft vid årsskiftet 2000/01, innebar bl.a. vidgade placeringsmöjligheter för Första–Fjärde AP-fonderna. Enligt den nya lagen får dessa ett likadant uppdrag med identiska förutsättningar att förvalta en blandad portfölj av svenska och utländska aktier, obligationer och andra fordringsrätter som är utgivna för allmän omsättning (tabell 1).

Tabell 2. Fördelning av AP-fondernas tillgångar 2001, inklusive slutreglering den 31 mars, miljarder kr

Tillgångsslag	AP1	AP2	AP3	AP4	Totalt
Statsobligationer	0	40,5	41,1	41,8	123,4
Bostadsobligationer	5,9	10,8	10,8	10,7	38,2
Realränteobligationer	12,1	9,8	9,0	8,2	39,1
Penningmarknadsinstrument	10,8	25,6	25,6	25,8	87,8
Övrigt	4,7	4,7	4,5	4,5	18,5
Summa räntebärande SEK	39,0	95,3	91,1	91,7	317,1
Räntebärande valuta	58,2	0	0	0	58,2
Summa räntebärande	97,2	95,3	91,1	91,7	375,3
Aktier SEK	32,9	32,9	33,0	32,9	131,6
Aktier valuta	3,4	3,4	3,5	3,6	13,9
Summa aktier	36,3	36,3	36,5	36,4	145,5
Egna fastigheter	0,4				0,4
AP-fastigheter	3,7	3,7	3,7	3,7	14,6
Kassautjämnning	-3,6	-1,3	2,7	2,2	0
Totalt	134,0	134,0	134,0	134,0	535,9
Särskild förvaltning	22,7			1,9	24,6
Summa tillgångar	156,7	134,0	134,0	135,9	560,5

Regeringen beslutade den 10 februari 2000 att tillsätta en särskild utredare (dir. 2000:8) med uppgift att lämna förslag till hur genomförandet av reformen skulle gå till. Utredaren fick i uppdrag att föreslå sammansättningen av de 155 miljarder kr som de nybildade Första och Andra AP-fonderna skulle leverera in till staten vid årsskiftet 2000/01. Utredarens delbetänkande 29 juni (SOU 2000:71) låg sedan till grund för regeringens beslut den 19 oktober 2000 om sammansättningen av denna överföring till staten. Utredaren fick även i uppdrag att föreslå hur tillgångarna skulle fördelas mellan Första–Fjärde AP-fonderna. I betänkandet (SOU 2000:94) föreslog utredaren att vissa fordringsrätter, som inte får innehas enligt de nya placeringsreglerna, skulle få föras över till särskild förvaltning i Första AP-fonden. På liknande sätt föreslogs att vissa onoterade aktier skulle få överföras till särskild förvaltning i Fjärde AP-fonden. Riksdagen beslutade senare i enlighet med dessa förslag (prop. 2000/01:14, rskr. 2000/01:47, bet. 2000/01:FiU13). Regeringen fattade den 14 december beslut (Fi 2000/3962) om fördelningen av tillgångar mellan AP-fonderna, vilken återges i tabell 2. Utredningarna

avslutade sitt uppdrag den 29 mars 2001 (Fi 2000:3). Enligt denna slutrapport hade omläggningen, trots den avsevärda storleken, kunnat genomföras smidigt och kostnadseffektivt samt utan registrerbara effekter på marknadernas prissättning. Skr. 2000/01:131

2.4 AP-fonderna i det reformerade ålderspensionssystemet

Under överblickbar tid kommer pensionsrätter och pensioner att beräknas enligt två system, dels det tidigare allmänna pensionssystemet, omfattande folkpension och pensionstillskott samt allmän tilläggspension (ATP), dels det reformerade pensionssystemet, omfattande inkomstgrundad ålderspension och garantipension. Den inkomstgrundade ålderspensionen i sin tur består av ett fördelningssystem med buffertfonder samt av ett premiereservsystem. Genom reformen sker en gradvis övergång från det gamla till det nya systemet. När de som är födda år 1953 pensioneras upphör beräkningen av pensionsrätter enligt de äldre reglerna.

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

Det har varit ett mål för pensionsreformen att pensionsrätterna i fördelningssystemet, såväl som utgående pensioner, skall räknas upp med utgångspunkt från genomsnittsinkomstens utveckling. Därmed tillgodoses grundläggande krav på neutralitet mellan generationer eftersom, om medellivslängden är konstant, detta betyder att den genomsnittliga inkomstpensionen i princip kommer att förbli oförändrad i förhållande till genomsnittsinkomsten. Det har därtill ansetts önskvärt att räkna om individens intjänade pensionsrätt vid pensionstillfället till en årlig pension med hjälp av ett fast delningstal, innebärande att individen behåller sin pension livet ut även om medellivslängden skulle förändras efter pensionstillfället.

Målet, att räkna upp pensionsrätter med genomsnittsinkomsten, skulle i princip kunna hota systemets långsiktiga stabilitet eftersom de pensionsavgifter som finansierar systemet växer med inkomstsumman, dvs. produkten av genomsnittsinkomst och antalet förvärsarbetande individer. Om förvärvsfrekvensen går ner växer inkomstsumman, och därmed pensionsavgifterna, långsammare än genomsnittsinkomsten som bestämmer tillväxten av pensionsskulden. Detta är ett potentiellt hot mot systemets stabilitet. Trots denna komplikation har det varit möjligt att konstruera ett pensionssystem som helt kunnat separeras från statsbudgeten. Orsaken är att pensionssystemet är avgiftsbestämt och att det kan visas vara finansiellt stabilt. Att systemet är avgiftsbestämt

innebär att det råder överensstämmelse mellan inbetalning av avgifter och ökning av individens pensionsrätt. Att systemet blir finansiellt stabilt, även under svåra demografiska påfrestningar, beror på förslaget till automatisk balansering som eliminerar risken för varaktiga underskott (prop. 2000/01:70).

Buffertfondernas roll i det reformerade pensionssystemet är att utjämna svängningar i avgiftsinbetalningar och pensionsutbetalningar, i synnerhet på längre sikt. Första–Fjärde AP-fonderna skall dessutom finansiera pensionssystemets administration¹. I dessa delar fullgör buffertfonderna uppgifter inom ramen för både ATP-systemet och det reformerade inkomstpensionssystemet. Genom det reformerade pensionssystemets autonoma konstruktion har emellertid buffertfondernas roll klarlagts ytterligare, vilket möjliggjort närmare analyser av fondernas åtaganden inför det nya förvaltningsmandatet. Fondernas organisation och verksamhet regleras i lag och fondkapitalet får inte tas i anspråk för annat ändamål än föreskrivet.

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

För Första–Fjärde AP-fondernas del är innebörden att förvaltningen måste ta sin utgångspunkt i fondernas åtagandesida. Därvid måste hänsyn tas till såväl det reformerade pensionssystemet som de utbetalningar som även fortsättningsvis kommer att ske inom ramen för ATP-systemet. Eftersom belastningen på pensionssystemet till följd av demografiska faktorer kan förutses vara störst under perioden 2010–2050 måste analysen av åtagandesidan sträcka sig tillräckligt långt in i framtiden. Dessutom uttalas i propositionen att buffertfonderna i sin placeringspolitik bör sträva efter att vara neutrala mellan olika generationer samt att stor vikt bör läggas vid att undvika att den automatiska balanseringen aktiveras. Slutligen motiverar fondernas roll som buffert ett krav på att upprätthålla nödvändig betalningsberedskap.

Om risk och avkastning skall tolkas i termer av utgående pensioner blir det nödvändigt att närmare undersöka på vilket sätt pensionssystemet påverkas av buffertfondernas utveckling vid olika antaganden för den ekonomiska och demografiska utvecklingen. Enligt simuleringar utförda av Riksförsäkringsverket (RFV Analyserar 2000:1) är ekonomisk tillväxt den faktor som har störst betydelse för nivån på utgående pensioner. Med ekonomisk tillväxt avses i studien skattebasens tillväxt åren 2000–2008 och den genomsnittliga pensionsgrundande inkomstens tillväxt åren därefter. Ekonomisk tillväxt påverkar emellertid den förvärvsarbetande befolkningens genomsnittliga inkomst i samma utsträckning som

¹ Efter full infasning av det nya pensionssystemet reducerar administrationskostnaderna även utestående pensionsbehållningar, dock ej pensioner som börjat utbetalas.

pensionsrätter alternativt pensioner i det reformerade systemet. Ekonomisk tillväxt har därför neutral effekt på utgående pensioner relativt snittinkomsten och därmed neutral effekt på olika generationer. Så länge ATP finns kvar återstår emellertid en icke generationsneutral effekt av ekonomisk tillväxt på utgående pensioner.

Den näst mest betydelsefulla faktorn för pensionsnivån i kronor och mest betydelsefulla faktorn för pensionsnivån relativt genomsnittsinkomsten är, enligt samma studie, förändringar av medellivslängden. Den tredje faktorn som studien visar har betydelse för nivån på utgående pensioner, och på pensionsnivån i förhållande till genomsnittsinkomsten, är den automatiska balanseringen. Buffertfondernas kapital ingår i beräkningen av det s.k. balanstalet (se nedan), vilket avgör om den automatiska balanseringen skall aktiveras eller inte. Det betyder att balanseringen utgör en direkt länk mellan buffertfondernas avkastning och risken i placeringarna, mätt i termer av icke-generationsneutrala förändringar av utgående pensioner.

Som framhållits ovan bör buffertfonderna agera på ett sådant sätt att aktivering av den automatiska balanseringen undviks. Emellertid skall denna risk inte bedömas ur ett snävt kortsiktigt perspektiv, eftersom det kan leda till ett alltför lågt risktagande i portföljerna. Låg risk i denna mening minskar sannolikheten för en nära förestående aktivering av balanseringsmekanismen, men kan samtidigt försämra förutsättningarna för kommande pensionärsgenerationer om den förväntade långsiktiga avkastningen därmed reduceras i oproportionerlig mån.

Förslaget till automatisk balansering av ålderspensionssystemet (prop. 2000/01:70) innebär i korthet att uppräkningsen av pensionsrätter och pensioner reduceras i förhållande till genomsnittsinkomsten när systemets tillgångar understiger pensionsskulden. Relationen mellan tillgångar och skulder i pensionssystemet uppskattas med hjälp av det s.k. balanstalet². Tillgångarna beräknas med utgångspunkt i hur pensionsrätterna intjänas och pension utbetalas. Den med beloppen vägda genomsnittliga tidrymden från det att pensionsrätterna intjänas till det att de utbetalas är i dag cirka 33 år. Med kännedom om denna s.k. omsättningstid kan det årliga avgiftsflödet enkelt omvandlas till en teoretisk "beståndsstorhet", den s.k. avgiftstillgången³, som anger värdet av framtida inbetalningar av pensionsavgifter. Pensionssystemets tillgångar kan därefter definieras som summan av den på det sättet beräknade avgiftstillgången och buffertfondernas förmögenhet. Pensionssystemets skulder består av beräknad skuld till förvärvsaktiva och pensionärer. Om tillgångarna understiger skulderna aktiveras den automatiska balanseringen och pensionsskulden börjar indexeras långsammare än vad som annars skulle vara fallet.

² Balanstal = (avgiftstillgång + buffertfond)/pensionsskuld.

³ Avgiftstillgång = pensionsavgifter x omsättningstid.

3.1 Bakgrund och grundläggande termer

AP-fonderna har till uppgift att förvalta de avgifter som erläggs för att finansiera försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Buffertfonderna verkar inom fördelningssystemet medan Sjunde AP-fonden ingår i premiereservsystemet. Målet för fondförvaltningen är att långsiktigt maximera avkastningen på tillgångarna, med beaktande av risknivån i placeringarna. I såväl tidigare lagstiftning som i det nya regelverket återfinns krav att placeringarna skall ske med god riskspridning och med hänsyn tagen till behovet av tillräcklig betalningsberedskap. Olika placeringsrestriktioner har gällt för de olika fonderna. Första och Andra AP-fonderna, de tidigare första–tredje fondstyrelserna, har huvudsakligen placerat fondmedlen på penning- och obligationsmarknaderna, medan Tredje, Fjärde och Sjätte AP-fonderna, de tidigare fjärde–sjätte fondstyrelserna, har placerat på aktiemarknaderna. Sjunde AP-fonden, den tidigare sjunde fondstyrelsen, har en mycket kort historik. Uppdraget är att förvalta en portfölj med låg risk för icke-väljarna samt en valbar portfölj utan krav på låg risk. I båda fallen gäller ett övergripande krav på långsiktigt hög avkastning.

Vid utvärdering av AP-fondernas förvaltning jämförs portföljernas avkastning med avkastningen på de marknader där de olika fonderna placerat medel. Vid jämförelser och utvärderingar är utgångspunkten det marknadsvärderade resultatet. I detta resultat ingår direktavkastning samt realiserade och icke realiserade värdeförändringar av kapitalet.

Den del av balansräkningen som i andra sammanhang betecknas som eget kapital, dvs. tillgångarna minus skulderna, benämns här fondkapital. Fondkapitalets ursprung är nettot av inbetalda pensionsavgifter och pensionsutbetalningar över tiden samt de ackumulerade överskotten/underskotten i placeringsverksamheten. Avkastningen på det totala fondkapitalet har på vissa ställen beräknats av regeringen genom att ställa det marknadsvärderade resultatet i relation till ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt marknadsvärderat fondkapital. Resultaten av denna beräkning bör tolkas med försiktighet.

En marknadsvärdering av tillgångarna medför att resultatet kan variera kraftigt från år till år, som ett resultat av temporära svängningar i marknadspriserna. Sett över en längre period tenderar sådana tillfälliga fluktuationer i resultatet att utjämnas. Utvärderingsperioden bör därför sträcka sig över några år, vilket också innebär att variationer till följd av mer eller mindre kortsiktiga teman som driver marknadernas prissättning tenderar att jämnas ut. En alltför lång utvärderingsperiod kan dock medföra incitamentsproblem i förvaltningen, varför regeringen funnit att femåriga perioder är en lämplig avvägning.

Vid en utvärdering måste hänsyn också tas till de omvärldsfaktorer och restriktioner som påverkar fondernas avkastning. Även om fondens värde minskat kan förvaltningen av kapitalet ha varit framgångsrik vid en jämförelse med relevanta index eller andra förvaltare. Omvänt kan fondens avkastning visa på en betryggande värdesäkring av kapitalet trots att förvaltningen inte gått bra vid en sådan jämförelse med marknadens

utveckling eller andra förvaltare. Slutligen är en utvärdering av förvaltningen svår att göra, eller t.o.m. meningslös, om inte den erhållna avkastningen kan relateras till något mått på den risk förvaltningen medfört. En hög avkastning kan bero på skicklig förvaltning, på ett stort mått av risktagande eller på en kombination av båda.

I skrivelsen används en rad riskbegrepp. *Risk* definieras ofta med utgångspunkt i statistiska spridningsmått som beskriver hur tillgångspriser eller räntor varierar omkring ett medelvärde. Ett sådant ofta använt spridningsmått är *standardavvikelse*, som har samma sort som de ingående variablerna, i detta fall procent. Ett lika legitimt men mindre vanligt spridningsmått är *varians*, som helt enkelt är kvadraten på standardavvikelsen och därför har en mer svårtolkad sort, vilket försvårar jämförelser med uppnådd eller förväntad avkastning. För räntebärande instrument används begreppet *duration* vilket är kopplat till instrumentets löptid. Durationen är ett sätt att mäta hur mycket värdet på ett räntebärande instrument ändras vid en given ränteförändring. För värdepapper med hög duration ändras tillgångsvärdet mer vid en given ränteförändring än för ett värdepapper med lägre duration. För både aktie- och obligationsportföljer kan man beräkna *portföljbeta* som anger portföljens exponering mot sitt jämförelseindex. Ett portföljbeta som överstiger ett indikerar att portföljen tenderar att stiga eller falla mer än jämförelseindex. En defensiv portfölj som rör sig mindre än marknaden har ett portföljbeta understigande ett.

Ofta redovisas den *riskjusterade avkastningen*. Denna kan beräknas på olika sätt men i princip kan den ses som avkastningen under en period dividerad med ett mått på risken i placeringen. Ett vanligt mått på riskrelaterad avkastning är *Sharpekvoten* som är avkastningen minus den s.k. riskfria räntan dividerad med avkastningens standardavvikelse⁴. Man kan alternativt uttrycka det som att Sharpekvoten mäter erhållen eller förväntad riskpremie per enhet standardavvikelse.

Ett riskmått som är viktigt för förvaltare är *aktiv risk*. Den aktiva risken visar i hur hög grad en förvaltare valt att avvika från det index som portföljens avkastning jämförs med. Den aktiva risken mäts t.ex. med *tracking error* som är standardavvikelsen av förvaltarens överavkastning gentemot jämförelseindex. Ett mått på riskjusterad avkastning som utgår från graden av avvikelse från jämförelseindex är *informationskvoten* som relaterar överavkastning mot jämförelseindex till tracking error⁵. Därmed uttrycker informationskvoten överavkastning utöver index per enhet aktiv risk.

Avkastning före riskjustering kan beräknas på två grundläggande sätt, som *kapitalviktad avkastning* respektive *tidsviktad avkastning*. Den förra metoden beaktar effekterna av allokeringsbeslut, varmed avses beslut att öka eller minska storleken av det förvaltade kapitalet i respektive tillgångsslag eller marknad. Den senare metoden bortser från denna effekt och anses därför lämpligare vid utvärdering av fondförvaltare som inte har inflytande över storleken av det förvaltade kapitalet. Om kapital omallokeras på ett förutseende sätt, dvs. från marknader och tillgångsslag

⁴ Sharpekvot = (avkastning – riskfri ränta)/standardavvikelse

⁵ Informationskvot = överavkastning/aktiv risk

som utvecklas mindre väl till sådana som ger en bättre avkastning innan marknadsrörelserna ägt rum, kommer avkastningen beräknad som kapitalviktad avkastning att överstiga avkastningen mätt som tidsviktad avkastning och omvänt. Kapitalviktad avkastning benämns även *internränta*.

Skr. 2000/01:131

3.2 Utvecklingen på de finansiella marknaderna åren 1996–2000

Börsutvecklingen

Den totala avkastningen på aktiemarknaderna i främst Europa och USA var historiskt hög under femårsperioden 1996–2000. Uppgången på Stockholmsbörsen uppgick till i genomsnitt 25,5 % per år mätt med SIX avkastningsindex, dvs. inklusive aktieutdelningar. Under samma period steg världsindex med i genomsnitt 12,1 % per år inklusive utdelningar, mätt med MSCI World index beräknat i dollar. De olika komponenterna av detta index indikerar att börserna gick upp 17,6 % per år i USA och 15,6 % per år i Europa. Under hela perioden har den japanska ekonomin haft en svag utveckling. Tokyobörsen gick ner 4,4 % per år inklusive utdelningar.

Att börsutvecklingen generellt har varit så stark under andra halvan av nittitalet har flera förklaringar. Viktigast torde vara tendenserna till fortsatt fallande räntor och låg inflation samt en mer balanserad ekonomisk utveckling som medverkat till att placerarkollektivet reducerat kravet på riskpremier för att äga aktier. Signifikant för perioden har varit att förväntningarna på företagens framtida vinstutveckling har höjts, bl.a. beroende på den produktivitetsökning som skett i flera sektorer. För Sveriges del kan även tillströmningen av nya placerarkategorier ha varit en viktig faktor. Andelen svenskar över 18 år som äger aktier eller andra värdepapper har ökat från 20 % till 80 % under de senaste 20 åren.

Figur 1. Affärsvärldens Generalindex 1996–2000

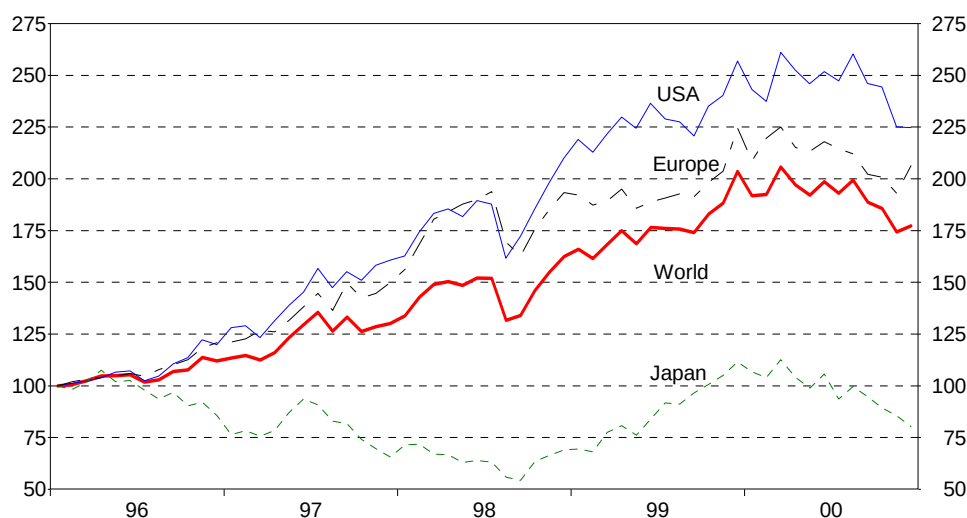


Källa: Ecwin

Periodens största börsnedgång inträffade i samband med Rysslandskrisen 1998, men sett över hela femårsperioden var den nedgången endast ett temporärt avbrott i en i övrigt stark trend. Under 2000 bröts den positiva börsutvecklingen mer varaktigt. I början av mars detta år hade Affärsvärldens Generalindex stigit med ca 25 % från årsskiftet 1999/2000, men för hela år 2000 blev resultatet negativt och index gick ner 13 % under året. Räknat från toppnoteringen den 6 mars blev nedgången 31 %.

Stockholmsbörsen har en stor exponering mot teknologi- och telekommunikationsindustrin vilket gjort den känslig för utvecklingen på den teknologidominerade Nasdaqbörsen i USA. Under år 1999 steg Stockholmsbörsen med 66 %, mycket tack vare kursuppgångar för företag inom IT och telekom. Under 2000 vände dessa företag nedåt. Nasdaqbörsen föll under loppet av 2000 cirka 40 % medan det bredare USA-indexet S&P 500 gick ner cirka 9 %. Att börsutvecklingen för företag utanför den ”nya ekonomin” var bättre kan sannolikt till en del förklaras av att placerare flyttade tillgångar från teknologi- och telekommunikationsindustrin till andra branscher, snarare än att lämna aktiemarknaden helt. Det stora inslaget av IT- och telekomföretag på Stockholmsbörsen var en anledning till kursnedgången under år 2000. Under året föll Ericssonaktien, som stod för en stor del av den totala börsuppgången år 1999, kraftigt. Ericssons B-aktie föll med 23 % från årsskiftet och med 53 % från toppnivån i mars.

Figur 2. Världsindex uttryckt i dollar 1996–2000 (index januari 1996=100)



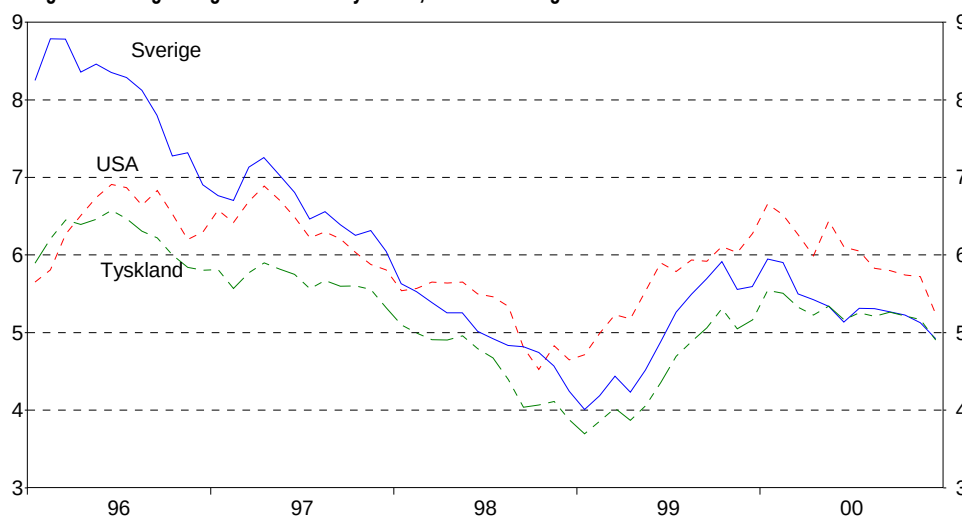
Källa: Ecwin

Ränteutvecklingen

År 1996 låg den svenska 10-årsräntan vid 8–9 % jämfört med cirka 5 % vid senaste årsskiftet. Räntenedgången resulterade i en hög avkastning på obligationsportföljer, inte minst i Sverige. Under denna period uppgick avkastningen på den svenska obligationsstocken till i genomsnitt 9,2 % per år. Som jämförelse kan nämnas att motsvarande avkastning i USA och Tyskland var 6,2 % per år.

Den globala räntenedgången inleddes vid nittiotalets mitt och höll i sig till slutet av år 1998. En bakgrund till de fallande obligationsräntorna var en ökad makroekonomisk stabilitet som återspeglade sig i låg inflation och starkare offentliga finanser. Räntenedgången var särskilt stor i Sverige efter de turbulenta åren i början av 1990-talet. Saneringen av statsfinanserna i Sverige och andra länder i en likartad situation ledde till stora räntefall. De ekonomiska kriserna i först Asien och därefter Ryssland åren 1997 och 1998 påverkade konjunkturbedömningarna negativt och hade avsevärda återverkningar på de finansiella marknaderna. Denna utveckling i kombination med ökat förtroende för den ekonomiska politiken möjliggjorde en penningpolitik med successivt sänkta styrräntor under åren 1996–98.

Figur 3. Tioåriga obligationsräntor i Tyskland, USA och Sverige 1996–2000



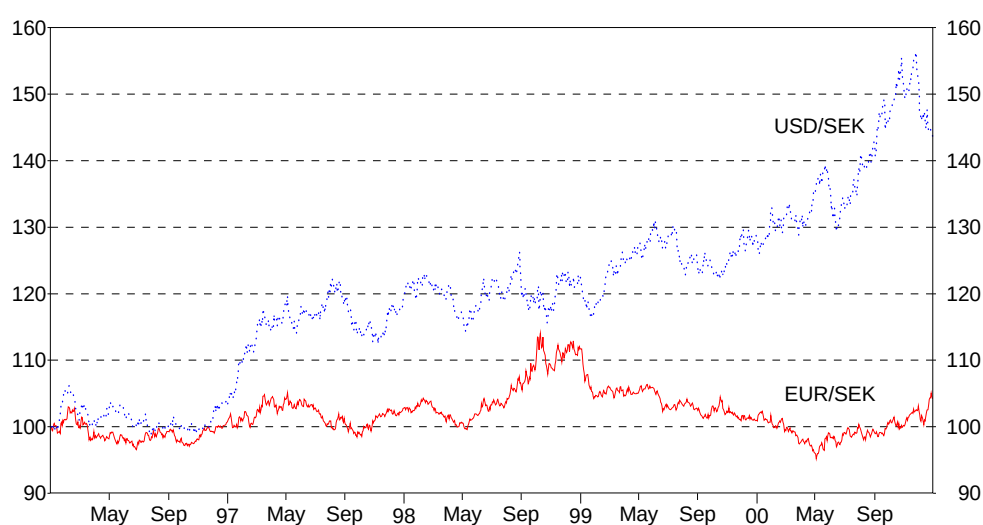
Källa: Ecwin

I slutet av 1998 vände den globala räntetrenden uppåt. Långräntorna steg under hela 1999. Toppen nåddes under januari 2000. Under perioden oktober 1998 till januari 2000 steg 10-års räntan i USA med 2,2 procentenheter. Efter uppgången 1999 föll långräntorna tillbaka under 2000. Förväntningarna på tillväxten dämpades samtidigt som förbättringen av statsfinanserna hade gått så långt i både USA och vissa europeiska länder att marknaden började kalkylera med en relativ brist på statsobligationer. Detta bidrog till räntenedgången under år 2000 och en parallell utveckling mot vidgade räntedifferenser mellan olika typer av låntagare.

De svenska långräntorna har fallit snabbare än de gjort inom euroområdet. Under perioden från 1996 till 2000 har ränteskillnaden mot Tyskland minskat kontinuerligt. I början av perioden var differensen ca 2,5 procentenheter. Sedan maj 2000 har differensen legat nära noll. Temporärt har den svenska långräntan understigit den tyska. Flera faktorer har bidragit till att minska inflations- och riskpremien på svenska räntebärande tillgångar. Främst är det saneringen av statsfinanserna och förtroendet för låginflationspolitiken som bidragit till detta.

Under femårsperioden försvagades kronan i samband med effekterna av Asien- och Rysslandskriserna åren 1997 och 1998, främst till följd av den starkare dollarn. I samband med kriserna inträffade en s.k. flykt till kvalitet, vilket stärkte dollarn. Dessutom attraherade de amerikanska företagen inom "den nya ekonomin" både portfölj- och direktinvesteringar. Sedan introduktionen av euron har denna trendmässigt försvagats mot dollarn och detta har i sin tur påverkat kronan. Sett över hela perioden har förändringarna av kronans kurs mot euron varit relativt måttliga. Kursen var i stort sett densamma i slutet av perioden som i början. Kursen mot dollarn har däremot försvagats kontinuerligt.

Figur 4. Kronans utveckling mot dollar och euro 1996–2000 (index 1996-01-02=100)



Källa: Ecwin

3.3 Buffertfondernas samlade resultat

Vid utgången av år 2000 uppgick det samlade marknadsvärderade fondkapitalet i buffertfonderna, dvs. Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna, till 733,9 miljarder kronor. Ett år tidigare var det summerade fondkapitalet 746,5 miljarder kr, dvs. 12,6 miljarder kr större. Förändringen av fondkapitalet är nettoeffekten av ett positivt marknadsvärderat resultat, dvs. en kapitalavkastning, på 28,1 miljarder kr, ett överskott av inbetalda pensionsavgifter utöver pensionsutbetalningar under året på 5,5 miljarder kr samt av den av riksdagen beslutade överföringen till Riksgäldskontoret på 45 miljarder kr. Därutöver reducerades fondkapitalet genom uppgiften att bestrida kostnaderna för ålderspensionssystemets administration på sammantaget 1,1 miljarder kr (genom avrundningseffekter kan summan av dessa poster avvika något från 12,6 miljarder kr).

Om det marknadsvärderade resultatet relateras till ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital under året erhålls ett grovt mått på AP-fondernas samlade kapitalavkastning under året. Mätt på detta sätt

uppgick totalavkastningen under år 2000 till 3,8 % (tabell 3). Samtidigt uppgick inflationen till 1,4 %, mätt med konsumentprisindex, varför buffertfondernas samlade reala avkastning kan uppskattas till 2,4 %. Detta är i princip nettoeffekten av den negativa utvecklingen på aktiemarknaderna och en positiv utveckling på obligationsmarknaderna samt, i någon mån, den positiva utvecklingen på fastighetsmarknaderna. Det negativa resultatbidraget från aktieportföljerna hade varit ännu större om inte aktieförvaltningen som helhet varit lyckosam under året. Aktieportföljerna utvecklades sammantaget bättre än index.

Tabell 3 Resultatsammanställning för buffertfonderna, dvs. Första–Fjärde samt Sjätte AP-fonderna, miljarder kr

	2000	1999	1998	1997	1996	1996– 2000
Marknadsvärderat resultat	28,1	76,7	65,9	60,3	100,6	
Marknadsvärderat fondkapital, ultimo	733,9	746,5	744,9	711,5	685,6	
Årlig avkastning, %*	3,8	10,3	9,0	8,6	15,4	9,4
Real avkastning	2,4	9,0	9,7	6,6	15,3	8,5

* Beräknat som marknadsvärderat resultat dividerat med genomsnittligt fondkapital under året (medelvärde av kapitalet ultimo).

Tabell 4. Fondkapitalets utveckling 1960–2000, marknadsvärde, miljarder kronor

	2000	1999	1990	1980	1970	1960
Första–Andra AP-fonderna:						
Avkastning	43,7	3,6	45,4	10,4	2,0	0,0
Avgifter	144,3	105,2	77,7	22,2	6,1	0,5
Pensionsutbetalningar	-138,8	-135	-77,4	-19,0	-1,2	
Överföring netto t/fr övr. fondstyrelser	0	0	1,1			
Överföring till statsbudgeten	-45,0	-45,0				
Administrationskostn.	-1,1	-0,8	-0,5	-0,2	-0,1	
Tillfört kapital, netto	-40,6	-75,6	0,9	3,0	4,8	0,5
Tot. förändr. i fondkapital (avkastn. + tillfört kapital)	3,1	-71,9	46,3	13,4	6,8	0,5
Fondkapital Första–Andra AP-fonderna	560,4	557,3	386,8	145,3	35,9	0,5
Fondkapital Tredje AP-fonden	22,8	23,2	1,6			
Fondkapital Fjärde AP-fonden	132,3	147,2	19,2	1,4		
Fondkapital Sjätte AP-fonden	18,4	18,8				
Summa fondkapital	733,9	746,5	407,6	146,7	35,9	0,5

Första–Andra AP-fonderna motsvarar de tidigare första–tredje fondstyrelserna. På motsvarande sätt svarar Tredje, Fjärde och Sjätte AP-fonderna mot de tidigare femte, fjärde respektive sjätte fondstyrelserna.

Under den senaste femårsperioden uppgick den genomsnittliga avkastningen, beräknad på likartat sätt, till 9,4 % per år. Eftersom den genomsnittliga inflationen under samma period var 0,8 % per år är den schablonmässigt beräknade genomsnittliga reala avkastningen under

femårsperioden 8,5 % per år. Detta måste betecknas som en mycket god real avkastning för en blandad portfölj med låg risk över en längre period. Skr. 2000/01:131

Eftersom 65 % av AP-fondernas placeringar vid senaste årsskiftet utgjordes av nominella räntebärande instrument är den främsta förklaringen till den goda reala avkastningen de senaste årens sjunkande räntor i kombination med låg inflation. En så pass hög real avkastning är knappast ett realistiskt mål för en blandad portfölj med låg risk under en längre period. Å andra sidan ändras nu portföljsammansättningen i riktning mot ökad aktieandel, vilket bör påverka den förväntade framtida avkastningen positivt till priset av ökad kortsiktig risk.

AP-fondernas placeringar

Huvuddelen av AP-fondernas samlade kapital har historiskt varit placerat i nominella räntebärande värdepapper. Vid senaste årsskiftet var 493,5 miljarder kr, eller 65 % av kapitalet, placerat i sådana tillgångar. Andelen nominella räntebärande värdepapper har minskat långsiktigt genom aktieportföljernas högre avkastning, sett över en längre period, och genom diversifiering från nominella obligationer till realränteobligationer. Det har även skett en diversifiering inom den nominella räntebärande portföljen genom ett ökat inslag av utländska innehav.

Förändringarna av den övergripande portföljstrukturen under år 2000 har varit begränsade mot bakgrund av rekylerna på aktiemarknaderna och AP-fondernas förberedelser inför det nya förvaltningsmandatet. Som ett led i denna förberedelse har andelen utlandsplaceringar ökat något, avseende både nominella obligationer och noterade aktier. Andelen illikvida räntebärande placeringar i Första och Andra AP-fonderna har reducerats något samtidigt som andelen kortfristiga räntebärande placeringar ökat. Som ett resultat av den svaga utvecklingen på aktiemarknaderna ökade andelen nominella räntebärande tillgångar under det senaste året, trots inleverans av sådana instrument till staten.

Tabell 5. Placeringar till marknadsvärde i buffertfonderna totalt, miljarder kr och som andel av de totala tillgångarna

	2000-12-31		1999-12-31	
Nominella förlags- och obligationslån samt penningmarknadslån och direktlån	493,5	65,3 %	472,9	63,3 %
Reala lån	59,6	7,9 %	57,7	7,7 %
Aktier, konvertibla skuldebrev	165,7	21,9 %	185,3	24,8 %
Fastigheter, aktier i fastighetsbolag *	37,0	4,9 %	31,8	4,3 %
Summa tillgångar	755,8	100 %	747,7	100 %
varav i utländsk valuta	72,2	9,6 %	53,1	8,7 %

* I första-tredje fondstyrelsens portfölj där AP-fastigheter ingår som helägt dotterbolag.

Sedan den 1 september 1998 får fonderna i princip inte innehå direktägda fastigheter. Därför har fastighetsinnehavet i Första och Andra AP-fonderna, tidigare första-tredje fondstyrelserna, placerats i ett helägt dotterbolag. Detta innehav har tidigare konsoliderats i första-tredje fondstyrelsernas balansräkning, och därmed marknadsvärderade

fondkapital, på indirekt väg via den exponering som erhållits genom summan av aktieinnehav och direktlån till dotterbolaget. Direktlånen har under år 2000 avlösts av upplåning på öppna marknaden, varför fastighetsexponeringen till synes reducerats i motsvarande grad. I tabell 5 har emellertid den fastighetsexponeringen återlagts som bidragit till att generera avkastningen och som skulle ha blivit resultatet om dotterbolaget konsoliderats fullt ut i balansräkningen⁶. Från och med 2001 innehas AP-fastigheter av Första–Fjärde AP-fonderna gemensamt med en fjärdedel var. Skr. 2000/01:131

⁶ En sådan konsolidering skulle även introducera en skuldpost i balansräkningen motsvarande dotterbolagets upplåning.

4 Sammanställning av AP-fondernas resultat år 2000 Skr. 2000/01:131

I detta avsnitt görs en sammanställning av AP-fondernas resultat på basis av deras årsredovisningar. Resultaten i AP-fonderna har historiskt avvikit från varandra i betydande grad på grund av de hittillsvarande stora skillnaderna i placeringsinriktning. De nya, identiska, mandaten föranleder synpunkten att resultatredovisningarna bör ingå i den samordning som nu sker mellan buffertfonderna. Som framhölls i förarbetena bör fonderna tillsammans med regeringen utarbeta gemensamma metoder för avkastningsberäkning i syfte att underlätta jämförelser av fondernas resultat (prop. 1999/2000:46 s. 114).

4.1 Första och Andra AP-fonderna

Första och Andra AP-fonderna, de tidigare första–tredje fondstyrelserna, har samförvaltats under året av Första AP-fondens kansli. Andra AP-fondens kansli byggdes upp från grunden och övertog förvaltningsansvaret för sin portfölj vid årsskiftet 2000/01. Eftersom förvaltningen skett gemensamt och eftersom fonderna avgett gemensam årsredovisning omfattar regeringens utvärdering Första och Andra AP-fondernas sammantagna förvaltning.

Vid utgången av år 2000 var 83,4 % av medlen, inklusive tillgångar i dotterbolag, placerade i nominella lån, varav 10 % var denominerade i utländsk valuta. Till följd av styrelsens beslut att valutasäkra utländska obligationer var andelen tillgångar som var exponerad för valutarisk nära noll. Realräntelån i svenska kronor utgjorde 10,2 % av tillgångarna och 6,4 % av bruttotillgångarna var placerade i fastigheter, vilket tillfälligt översteg den i lag givna begränsningen⁷. Jämfört med den av styrelserna fastställda normalportföljen (tabell 6) hade Första och andra AP-fonderna en undervikt i svenska nominella obligationer, en svag övervikt i svenska realränteobligationer samt en övervikt i fastigheter.

Tabell 6. Första och Andra AP-fondernas normalportfölj och avkastningsmål

Tillgångsslag	Portföljvikt	Index*	Mål
Svenska obligationer	75 %	Internt index	Överträffa
Utländska obligationer	10 %	SSBG5	Överträffa
Realränteobligationer	10 %	OMRX Real	Överträffa
Fastigheter	5 %	Sammanvägt	Överträffa
Fonden totalt	100 %	Konsumentprisindex	Överträffa maximalt

* SSBG5 är Salomon Smith Barney obligationsindex för de fem största industriländerna, OMRX Real är ett index för svenska realränteobligationer medan fastighetsindex är sammanvägt av SFI (Svenskt fastighetsindex) och två utländska index, IPD (Investment Property Databank) för onoterade fastigheter respektive Nareit för noterade fastighetsaktier.

Som ett led i förberedelserna inför det nya förvaltningsmandatet, och inför den av riksdagen beslutade överföringen av 155 miljarder kr till staten, förändrades under året relationen mellan inhemska och utländska

⁷ Eftersom det helägda dotterbolaget AP-fastigheter inte konsoliderats i balansräkningen stannar den rapporterade fastighetsexponeringen vid 2,7 %.

innehav samt mellan obligationer och penningmarknadsinstrument. Innehavet av svenska nominella obligationer reducerades till förmån för utländska obligationer, samtidigt som innehavet av svenska och utländska penningmarknadsinstrument nära nog fördubblades till 17 % av tillgångarna. Åtgärden att öka det utländska innehavet syftade till att underlätta ett framtida portföljskifte från obligationer till aktier. Under antagande att utländska obligationsmarknader är mer likvida kan större poster obligationer avyttras utan påtaglig marknadspåverkan. Det stora innehavet av penningmarknadsinstrument motiverades av den förestående utskiftningen av tillgångar mellan Första–Fjärde AP-fonderna som bl.a. innebar att Första AP-fonden skulle leverera räntebärande instrument med kort återstående löptid i utbyte mot samtliga utländska obligationer (tabell 2). Ett argument för arrangemanget var att de utländska innehaven var förenade med derivatkontrakt avseende valuta med Första AP-fonden som avtalsslutande part, vilket inte kunde ändras utan kostnad. Detta arrangemang påverkade kortsiktigt Första och Andra AP-fondernas avkastning svagt negativt eftersom de långa räntorna föll i slutet av året.

Fondkapitalet i Första och Andra AP-fonderna påverkas av avkastningen på fondernas tillgångar, av nettot mellan pensionsavgifter och pensionsutbetalningar, av nettoöverföringar till och från övriga AP-fonder och till staten samt av administrationskostnader hänförliga till försäkringen för inkomstrelaterad ålderspension. Under det senaste året översteg inbetalningarna av pensionsavgifter utbetalningarna av pensioner med 5,5 miljarder kr. Samtidigt uppgick administrationskostnaderna för ålderspensionen till 1,1 miljarder kr⁸. Årets marknadsvärderade resultat på 43,7 miljarder kr bidrog därmed till att fondkapitalet ökade trots den av riksdagen beslutade inleveransen av 45 miljarder kr till Riksgäldskontoret (tabellerna 4 och 7).

Tabell 7. Resultatsammanställning för Första och Andra AP-fonderna, miljarder kronor

	2000	1999	1998	1997	1996
Marknadsvärderat resultat	43,7	3,6	57,3	38,9	80,2
Överföring till staten	-45,0	-45,0			
Fondkapital	560,4	557,3	629,2	605,6	601,1
Årlig avkastning, %	8,9	0,6	10,0	6,4	13,9
KPI, förändring, %	1,4	1,2	-0,6	1,9	0,1
Real avkastning, %	7,4	-0,6	10,6	4,6	13,8

Avkastningen under år 2000 var i stor utsträckning ett resultat av den marknadsrekyll som präglade obligationsmarknaderna efter ränteuppgången under år 1999. Såväl svenska som utländska räntor föll tillbaka under år 2000, vilket drog upp avkastningen på fastförräntande

⁸ Därtill kommer administrationskostnaderna för premiepensionssystemet som finansieras av PPM:s avgifter och, under en övergångstid, även genom lån. Dessa kostnader har prognostiserats till cirka 700 miljoner kr år 2001.

instrument i linje med det goda genomsnittet under den senaste femårsperioden. Avkastningen under året blev t.o.m. något bättre än den genomsnittliga avkastningen under senaste femårsperiod, i både nominella och reala termer. Särskilt fastighetsrelaterade placeringar gav en mycket god avkastning. Den underliggande värdestegringen på fastigheter var främst orsakad av stigande marknadshyror och i första hand hänförlig till fastigheter i Stockholm.

Förvaltningskostnaderna ökade under året med 50 miljoner kr till 193 miljoner kr, vilket hade samband med förberedelserna inför det nya förvaltningsmandatet. Kostnaderna motsvarade 0,03 % av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital under året. Satt i relation till fondkapitalet vid ingången av år 2001 (tabell 2) motsvarade kostnaderna, uppdelade per fond, 0,07 % av Första AP-fondens fondkapital respektive 0,06 % av Andra AP-fondens fondkapital. Första och Andra AP-fonderna rapporterar en kapitalviktad totalavkastning exklusive förvaltningskostnader.

Tabell 8. Första och Andra AP-fondernas avkastning per tillgångsslag, procent

Tillgångsslag	2000	1999	1996–2000*
Svenska nominella lån	7,7	0,3	7,6
Utländska nominella lån**	7,2	-2,5	7,3
Svenska reala lån	11,8	0,1	8,0
Fastigheter, aktier i fastighetsbolag	26,3	13,2	14,6
Totalavkastning	8,9	0,6	7,9
Konsumentprisindex	1,4	1,2	0,8
Totalavkastning realt	7,4	-0,6	7,0

* Beräknad som ett geometriskt genomsnitt av årlig rapporterad avkastning.

** Inklusive effekter av full valutahedge.

4.2 Tredje, Fjärde och Sjätte AP-fonderna

Tredje och Fjärde AP-fonderna, de tidigare femte respektive fjärde fondstyrelserna, etablerades genom överföringar av grundkapital från dåvarande första–tredje fondstyrelserna. De tidigare fjärde och femte fondstyrelserna hade rätt att rekvirera medel som förvaltades av första–tredje fondstyrelserna enligt särskilda regler. I gengäld skulle fjärde och femte fondstyrelserna årligen till första–tredje fondstyrelserna överföra en avkastning beräknad som 3 % av det rekvirerade grundkapitalet, vilket i sin tur räknats upp med konsumentprisindex. Denna procedur upphörde förra året i avvaktan på portföljuppdelningen år 2001.

Sjätte AP-fonden, den tidigare sjätte fondstyrelsen, förvaltar dels 10 miljarder kr som omfördelades från dåvarande första–tredje fondstyrelserna, dels de medel, cirka 370 miljoner kr, som kvarstod utskiftade inom avvecklingsstyrelsen, när denna år 1996 ombildades till sjätte fondstyrelsen.

Tabell 9. Resultatsammanställning för Tredje, Fjärde och Sjätte AP-fonderna, miljarder kronor

Skr. 2000/01:131

	Tredje		Fjärde		Sjätte	
	2000	1999	2000	1999	2000	1999
Marknadsvärderat resultat	-0,3	8,0	-14,9	58,4	-0,4	6,7
Fondkapital	22,8	23,2	132,3	147,2	18,4	18,8
Årlig avkastning, %	-1,5	53,1	-10,1	64,7	-1,3	55,8
Jämförelseindex, %	-8,5	62,9	-10,5	61,9	-11,9	69,8
Differens, %-enheter	7,0	-9,8	0,4	2,8	10,6	-14,0

Grundkapitalet i Tredje, Fjärde och Sjätte AP-fonderna samt fondernas balanserade resultat utgör sammantaget fondkapitalet. Eftersom resultaten var negativa minskade det marknadsvärderade fondkapitalet under år 2000 (tabell 9).

4.2.1 Tredje AP-fondens resultat

Styrelsen antog nya och mer detaljerade mål för verksamheten i december 1998. Den totala portföljen delades upp på tre delpportföljer med olika jämförelseindex och avkastningsmål som framgår av tabell 10. Under år 2000 byttes jämförelseindex för utländska aktier från STOXX 50 till FTSE All-World Europe Developed som är ett brett europeiskt index avsett att täcka upp till 90 % av marknadsvärdet på varje marknad. För hela portföljen var målet att överträffa jämförelseindex med i genomsnitt 0,8 procentenheter per år över en rullande femårsperiod.

Tabell 10. Tredje AP-fondens normalportfölj och årliga avkastningsmål för tillgångsslagen

Tillgångsslag	Portföljvikt	Intervall	Index*	Mål
Svenska aktier	88 %	82-95 %	SIXRX	0,8 %-enheter
Utländska aktier	8 %	5-10 %	FTSE Europe	+/- 0
Likvida medel	4 %	0-8 %	OMRX Total	0,2 %-enheter

* SIXRX är SIX avkastningsindex. FTSE Europe är en del av FTSE All-World Developed, i sin tur ett globalt index för utvecklade länder. OMRX Total omfattar svenska statsobligationer, statsskuldväxlar och bostadsobligationer.

Resultatet för år 2000 var mycket gott eftersom totalportföljen överträffade jämförelseindex med 7 procentenheter (tabell 11). Till detta resultat bidrog främst den svenska aktieportföljen, med en överavkastning på 7,4 procentenheter. Även den utländska aktieportföljen bidrog till årets resultat, med en överavkastning på 3,3 procentenheter.

Enligt fondens årsredovisning har såväl sektorval som aktieval bidragit positivt till aktieförvaltningens resultat. Särskilt framhålls en övervikt inom investmentbolag och en undervikt inom IT, media och telekommunikationer. Även fondens taktiska allokering, i form av en övervikt av räntebärande tillgångar på bekostnad av aktier, samt en övervikt av europeiska aktier på bekostnad av svenska aktier, sägs ha gett

ett positivt bidrag till meravkastningen under året. På motsvarande sätt har en undervikt inom bank och finans haft en negativ resultatpåverkan. Skr. 2000/01:131

Tabell 11. Tredje AP-fondens avkastning, procent

Tillgångsslag	2000	1999	1996–2000*
Totalavkastning	-1,5	53,1	24,5
Jämförelseindex**	-8,5	62,9	25,2
Differens	7,0	-9,8	-0,7

* Beräknad som ett geometriskt genomsnitt av årlig rapporterad avkastning i senaste årsredovisning.

** Jämförelseindex utgörs av SIXRX 1996-98 och därefter av ett sammanvägt index bestående av 88 % SIXRX, 8 % DJ STOXX 50 samt 4 % OMRX Total. Från och med april 2000 ersattes STOXX 50 av FTSE Europe.

Resultatet under den senaste femårsperioden är inte lika positivt eftersom totalportföljen avkastat i genomsnitt 24,5 % per år, medan index samtidigt avkastat 25,2 % per år, dvs. 0,7 procentenheter mer. Risker i totalportföljen mätt som standardavvikelse har dock understigit risken i jämförelseindex de senaste två åren. Det gäller även att risken i aktieportföljen mätt som standardavvikelse understigit risken i aktieindex under hela femårsperioden, varför man kan fastslå att resultaten uppnått till lägre risk. Enligt de beräkningar som återges i årsredovisningen har fondens aktieportfölj, och även totalportfölj, en bättre riskjusterad avkastning än jämförelseindex mätt som Sharpekvot.

Fondens förvaltningskostnader ökade med drygt 30 miljoner kr till 66,7 miljoner kr till följd av förberedelserna inför det nya mandatet, utan att kostnadsmassan ännu kunnat fördelas på ett större fondkapital. Kostnaderna motsvarade 0,29 % av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt fondkapital under året, men 0,05 % om samma kostnadsmassa relateras till fondkapitalet i början av år 2001 (tabell 2). Båda jämförelserna måste emellertid tas med reservation. De årliga förvaltningskostnaderna beräknas långsiktigt understiga 0,1 % av förvaltad kapital. Tredje AP-fonden rapporterar en tidsviktad totalavkastning exklusive förvaltningskostnader.

4.2.2 Fjärde AP-fondens resultat

Fondstyrelsen fastställde i början av år 1999 nya mål för verksamheten. Det övergripande målet är att Fjärde AP-fonden löpande under en femårsperiod skall nå en totalavkastning som överstiger jämförelseindex med 5 procentenheter. Risknivån, mätt som aktiv risk, skall för förvaltningen ej överstiga 8 %. Fondens riskjusterade avkastning, mätt som informationskvot skall i genomsnitt överstiga 0,15.

Avkastningen på den totala portföljen blev -10,1 % under år 2000, vilket något överträffade jämförelseindex, som föll med 10,5 %. Till överavkastningen bidrog framför allt en undervikt i svenska aktier och en motsvarande övervikt i utländska aktier och likvida medel i slutet av året, dvs. åtgärder som normalt ryms inom begreppet taktisk allokering. Den svenska noterade portföljen avkastade 0,1 procentenheter bättre än

jämförelseindex, medan den utländska noterade aktieportföljen avkastade 3,4 procentenheter sämre. Den utländska portföljens negativa resultatavvikelse jämfört med index förklaras av en övervikt i USA under sista kvartalet, som i sin tur berodde på en önskan att anpassa portföljen i riktning mot det nya index som skall gälla från år 2001. Detta nya index har en högre andel nordamerikanska aktier.

Tabell 12. Fjärde fondstyrelsens normalportfölj och årliga avkastningsmål för tillgångsslagen

Tillgångsslag	Portföljvikt	Intervall	Index*	Mål
Svenska aktier	90 %	87,5-92,5 %	SIXRX	1 %-enhet
Utländska aktier	7,5 %	5-10 %	Sammanvägt	0,5 %-enheter
Likvida medel	2,5 %	0-5 %	OMRX-TBILL	0

* SIXRX är SIX avkastningsindex. Utländsportföljen utvärderas mot ett sammanvägt index bestående av 65 % MSCI Europa exklusive Sverige och 35 % MSCI Världen exklusive Europa. OMRX-TBILL är ett index för statsskuldväxlar.

Fjärde AP-fonden berör endast kortfattat de hittills gällande långsiktiga målen i sin årsredovisning. Fondkapitalets genomsnittliga avkastning under de senaste fem åren uppgår till 23,1 % per år. Hur jämförelseindex utvecklats förklaras inte närmare⁹. Om SIX avkastningsindex utnyttjas som referens för delperioden 1996–98 erhålls en sammanvägd indexavkastning under femårsperioden på 24,5 %. Dock var dåvarande fjärde fondstyrelsens mål lägre satta i början av perioden eftersom man då hade VA:s totalindex som referens.

Förvaltningskostnaderna ökade under året med 77 miljoner kr till 144 miljoner kr, vilket motsvarade 0,10 % av ett schablonmässigt beräknat genomsnittlig fondkapital. Kalkylen bekräftas av årsredovisningen, enligt vilken kostnadernas andel av placeringstillgångarna steg från 0,06 % året innan. Kostnadsökningen förklaras av åtgärder som sammanhänger med det nya förvaltningsmandatet år 2001. Jämfört med fondkapitalet i början av år 2001 (tabell 2) motsvarade kostnaderna 0,11 %. Fjärde AP-fonden rapporterar en tidsviktad totalavkastning exklusive förvaltningskostnader.

Tabell 13. Fjärde AP-fondens avkastning, procent

	2000	1999	1996–2000*
Totalavkastning	-10,1	64,7	23,1
Jämförelseindex**	-10,5	61,9	24,5
Differens	0,4	2,8	-1,4

* Beräknad som ett geometriskt genomsnitt av årlig rapporterad avkastning.

** Jämförelseindex utgörs här av SIXRX 1996-98 och därefter av ett sammanvägt index bestående av 90 % SIXRX exklusive Nokia, 7,5 % utländska aktier samt 4 % OMRX TBILL. Utländska aktier i sin tur utgörs av 65 % MSCI Europa exklusive Sverige och 35 % MSCI världen exklusive Europa.

⁹ Fjärde AP-fonden rapporterar dock att den svenska aktieportföljen under de senaste fem åren avkastade i genomsnitt 29,4 % per år, vilket något understeg jämförelseindex som under samma period gick upp med 29,7 % per år.

4.2.3 Sjätte AP-fondens resultat

Skr. 2000/01:131

Sjätte AP-fonden är uppdelad på förvaltning av dels en portfölj av noterade aktier, benämnd Kapitalförvaltning, dels en portfölj av onoterade aktier, benämnd Investeringsverksamhet. Sjätte AP-fonden har, till skillnad från övriga buffertfonder, inga begränsningar vad gäller placeringar i onoterade aktier, bortsett från kravet att de måste vara svenska. Fonden är emellertid inte begränsad till att bedriva investeringsverksamhet i onoterade aktier, vilket skiljer den från traditionella s.k. riskkapitalfonder. Styrelsen fastställer de närmare målen för fondens verksamhet.

Enligt de av styrelsen uppsatta målen skall fondens avkastning maximeras, givet en god riskspridning. Som operationellt mål gäller att fondens totala avkastning skall överträffa SIX avkastningsindex sett över en rullande femårsperiod. Därvid skall hänsyn tas till att fondens reglemente inte tillåter investeringar i utländska bolag som ingår i index. Nedbrutet på delportföljer skall Kapitalförvaltningen uppnå en avkastning som överstiger detta index, medan Investeringsverksamheten skall uppnå ett absolut avkastningsmål som är satt till 16 % före kostnader. Till grund för denna målformulering ligger bl.a. antaganden om att onoterade aktier långsiktigt skall ge en riskpremie utöver noterade aktier på 4 % per år och att förvaltningskostnaderna långsiktigt motsvarar 3 % per år.

Tabell 14. Sjätte AP-fondens struktur vid utgången av respektive år (miljoner kr)

	2000	1999	1998	1997	1996	Andel 2000
Kapitalförvaltning	14655	16248	11278	10889	10886	79,6 %
Investeringsverksamhet	3727	2550	906	375	-	20,3 %
Total portfölj	18382	18798	12184	11264	10886	
Övrigt	26	38	-20	38	-400	0,1 %
Fondkapital	18408	18836	12164	11302	10486	100 %

Det nya målet gäller från år 1999. Från starten i december 1996 och de följande två åren hade fonden betydande innehav av räntebärande tillgångar, vilket avspeglade en policy att öka marknadsexponeringen stegvis.

Sjätte AP-fondens avkastning återspeglar denna gradvisa ökning av exponeringen mot aktiemarknaden. De första verksamhetsåren låg fondens totalavkastning i närheten av obligationsmarknadens avkastning. Vid utgången av år 1997 var ännu 68 % av portföljen placerad i räntebärande tillgångar. Ett år senare var denna andel nere i 5 %.

Totalportföljens avkastning före kostnader uppgick till -1,3 % under år 2000, vilket var väsentligt bättre än jämförelseindex som föll med 11,9 %. Fonden infriade därmed kortsiktigt det av styrelsen fastställda målet att den sammanlagda portföljen, liksom Kapitalförvaltningens noterade portfölj, skall överträffa SIX avkastningsindex, samtidigt som Investeringsverksamheten skall generera en absolut avkastning på minst 16 %. Investeringsverksamheten har, med god marginal, uppnått detta absoluta mål under de senaste två åren.

Sjätte AP-fonden skriver i sin egen utvärdering av fondens verksamhet att en jämförelse med SIX avkastningsindex inte är relevant före år 1999 eftersom fonden tidigare inte var fullinvesterad i aktier. Slutsatsen kan ifrågasättas eftersom även beslutet att inte vara fullinvesterad i aktier kan utvärderas. En enkel kalkyl ger vid handen att en genomsnittlig aktieandel de första två åren på 16 % hade gett en indexavkastning precis i nivå med fondens totalavkastning perioden 1997–2000.

Förvaltning av onoterade aktier är en kostnadskrävande verksamhet, vilket påverkat utformningen av de av styrelsen fastställda målen för avkastningen. Kostnaderna ökade under året med 67 miljoner kr till 182 miljoner kr. Denna kostnadsmassa motsvarade 0,98 % av ett schablonmässigt beräknat genomsnittligt marknadsvärderat fondkapital under året. Denna andel är emellertid ett genomsnitt för Kapitalförvaltningen och Investeringsverksamheten. Under antagande att de av styrelsen antagna långsiktiga förvaltningskostnaderna för den onoterade portföljen kan tillämpas i denna grova kalkyl, motsvarade kostnadsnivån i Kapitalförvaltningen mer än 0,5 % av den noterade aktieportföljens genomsnittliga marknadsvärde. Ett omvänt antagande att kostnadsnivån i Kapitalförvaltningen motsvarade 0,1 % av de genomsnittliga placeringstillgångarna ger en schablonmässigt beräknad kostnadsandel på drygt 5 % av de genomsnittliga placeringstillgångarna i Investeringsverksamheten detta år. Kalkylerna måste emellertid omgärdas med reservationer eftersom Sjätte AP-fondens onoterade portfölj alltså växer och troligen inte nått den långsiktigt önskvärda nivån.

Sjätte AP-fonden rapporterar en tidsviktad totalavkastning exklusive förvaltningskostnader.

Tabell 15. Sjätte AP-fondens avkastning, procent

	2000	1999	1997–2000*
Kapitalförvaltning	-6,3	60,4	15,6
Investeringsverksamhet	17,0	33,3	-
Totalavkastning	-1,3	55,8	15,9
Jämförelseindex**	-11,9	67,4	-
Differens	10,6	-11,6	-

* Beräknad som ett geometriskt genomsnitt av årlig rapporterad avkastning.

** Jämförelseindex utgörs av SIXRX exklusive Nokia 1999–2000 och dessförinnan av en odefinierad mix av svenska aktier och obligationer. En genomsnittlig aktieandel 1997–98 på 16 % skulle ha givit samma avkastning för jämförelseindex som för portföljen.

Kapitalförvaltningen

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

- Basportfölj Aktie- och likviditetsförvaltning
- Aktiva innehav Långsiktiga innehav där fonden agerar som aktiv ägare

- Financial engineering Arbitrageverksamhet, exempelvis i samband med offentliga anbud Skr. 2000/01:131
- Externa fonder Förvaltningsuppdrag till utomstående parter
- Positionstagning Kortsiktig handel

Basportföljen utgjorde vid senaste årsskiftet 79 % av Kapitalförvaltningen och de aktiva innehaven ytterligare 15 %. Basportföljen avkastade förra året -13,5 % medan avkastningen på de aktiva innehaven var 49,7 %, högt över index. Sammantaget bidrog detta till en avkastning på -6,3 % för hela Kapitalförvaltningen. De aktiva innehaven kom därmed att spela en omvänd roll i förhållande till år 1999 då de i stället påverkade den sammanvägda avkastningen negativt. Om man summerar de två senaste åren har de aktiva innehaven överträffat SIX avkastningsindex med i genomsnitt 3 procentenheter per år och starkt bidragit till att Kapitalförvaltningen som helhet utvecklats bättre än jämförelseindex under perioden.

Financial Engineering gav ett negativt bidrag med 82,9 miljoner kr under år 2000 medan positionstagningen gav ett positivt resultat med 5,7 miljoner kr, att jämföra med budgeterade mål på 50 respektive 10 miljoner kr. Resultatet av de externa fonderna har inte särredovisats av fonden. Enligt Sjätte AP-fondens egen utvärdering av verksamheten har dock även de externa fonderna, liksom basportföljen, utvecklats sämre än sina mål under år 2000. Fonden har dragit slutsatsen att alltför stora risker tagits inom Financial Engineering och därför reducerat det budgeterade målet till 15 miljoner kr år 2001.

Sett över hela perioden 1997–2000 har de noterade aktierna i Sjätte AP-fondens portfölj utvecklats bättre än jämförelseindex. I fondens egen utvärdering redovisas även riskjusterad avkastning, mätt som Sharpekvot, för de olika åren men inte för perioden som helhet. Den noterade aktieportföljen uppvisar bättre Sharpekvot än jämförelseindex år 1997 samt år 2000. Det är oklart om detta räcker för att ge en bättre riskjusterad avkastning hela perioden.

Tabell 16. Kapitalförvaltningens avkastning, procent

	2000	1999	1997–2000*
Noterade aktier	-6,3	60,4	23,0
Kapitalförvaltningen totalt	-6,3	60,4	15,6
SIXRX exklusive Nokia**	-11,9	67,4	20,8

* Beräknad som ett geometriskt genomsnitt av årlig rapporterad avkastning.

** SIX avkastningsindex justerat för Nokia som inte är en tillåten placering för Sjätte AP-fonden.

Investeringsverksamheten

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

- Buy-Out Deltagande i utköpsaffärer alternativt finansiering av större och mer mogna företag

- Technology Ventures Investeringar i IT, media och telekom, huvudsakligen indirekt via fonder Skr. 2000/01:131
- Life Sciences Ventures Investeringar inom läkemedel, bioteknik och medicinsk teknik
- Industrial Ventures Investeringar inom övriga branscher

Life Sciences svarade vid senaste årsskiftet för den största delportföljen inom Investeringsverksamheten med knappt 40 % av kapitalet, Buy-Out svarade för en dryg fjärdedel och övriga verksamheter för en sjättedel vardera.

Avsaknaden av marknadsnotering och fortlöpande prissättning är ett avgörande problem vid värdering och avkastningsberäkningar i samband med onoterade värdepapper. Sjätte AP-fonden värderar innehaven enligt de riktlinjer som utfärdats av EVCA (European Venture Capital Association). Det innebär i sin tur att innehaven oftast värderas till bokfört värde och därför inte bidrar till avkastningen under kortare eller längre perioder. En uppvärdering i förhållande till bokfört värde sker först när innehaven avyttras alternativt uppvärderas till följd av transaktioner på marknaden, eller när bokförda värdet på annat sätt kan visas vara orimligt lågt.

Investeringsverksamhetens sammanvägda avkastning, beräknad på detta sätt, uppgick till 17 % förra året vilket överträffade såväl SIX avkastningsindex, med bred marginal, som styrelsens absoluta avkastningsmål på 16 %. Dessa mål har uppnåtts trots att Sjätte AP-fonden under året tvingades realisera förluster i samband med konkurser och nedskrivningar av bokfört värde.

Genom andelar i fonder och direkt ägande hade fonden vid senaste årsskiftet innehav i nästan 300 onoterade företag.

4.3 Sjunde AP-fonden

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

Premiesparfondens förvaltning startade den 2 november 2000 när Premiepensionsmyndigheten (PPM) placerade de första icke-väljarnas pensionsmedel i fonden. Totalt tillfördes Premiesparfonden 16,3 miljarder kr på detta sätt fram till 13 december då de sista konstaterade icke-väljarnas medel kunde placeras.

Premievals-fonden startade den 26 september 2000, dvs. något tidigare, vilket hänger samman med att PPM kan identifiera vilka som är icke-väljare först när tidsfristen för fondvalet passerats. Premievals-fonden tillfördes totalt cirka 570 miljoner kr genom aktiva val. Avkastningstalen

avviker från varandra eftersom de två fonderna har något olika placeringsinriktning och dessutom existerat olika länge. Skr. 2000/01:131

Sjunde AP-fonden rapporterar en avkastning baserad på fondernas NAV-kurser. Det betyder att avkastningen är tidsviktad och beräknad inklusive förvaltningskostnader¹⁰.

Fondernas historik är extremt kort och kan därför inte läggas till grund för någon egentlig utvärdering i år. Avkastningen återges utan kommentar (tabell 17). Man kan dock konstatera att det rent allmänt tenderar att vara förknippat med extraordinära kostnader att bygga upp en värdepappersfond från grunden. Dessa består exempelvis av transaktionskostnader som påverkar fondvärdet oproportionerligt när fonden har liten volym.

Tabell 17. Premiesparfondens och Premievalsfondens avkastning, procent

	Del av 2000
Premiesparfonden (från 2 november)	-7,4
Jämförelseindex*	-6,7
Premievalsfonden (från 26 september)	-8,0
Jämförelseindex**	-7,6

* SIXRXA, dvs. avkastningsindex för A-listan (20 %), FTSE World olika regioner (65 %), OMRX Real (14 %) samt STIBOR dagslåneränta (1 %).

** SIXRXA (20 %), FTSE World olika regioner (75 %), OMRX REAL (4 %) samt STIBOR dagslåneränta (1 %).

¹⁰ Dock beaktas inte de rabatter som PPM kommer att tillgodoräkna fondandelsägarna. Den avkastning som kommer andelsägarna till del blir därför i realiteten något högre.

I följande avsnitt presenteras regeringens bedömning av fondstyrelsernas förvaltningsresultat och vissa tillkommande bedömningar. Sjunde AP-fondens förvaltning utvärderas inte i år eftersom perioden är alltför kort. I år, liksom förra året, har regeringen utnyttjat konsultföretaget William M. Mercer (Mercer) för att bistå med underlag till utvärderingen. Bedömningarna i detta avsnitt grundas på deras avkastningsberäkningar som kan avvika marginellt från fondernas rapporterade avkastning i årsredovisningarna.

5.1 Utvärdering av Första och Andra AP-fondernas förvaltning

Regeringens bedömning: Första och Andra AP-fondernas förvaltningsresultat är tillfredsställande på kort sikt och neutralt på längre sikt, eftersom den totala avkastningen översteg ett sammanvägt jämförelseindex under år 2000 och utvecklades som index under den senaste femårsperioden. Förvaltningen av svenska nominella obligationer har varit framgångsrik på senare år, i termer av riskjusterad avkastning. Förvaltningen av fastigheter har varit långsiktigt positiv för fondens sammanvägda resultat. Förvaltningen av utländska obligationer avviker från mönstret genom att uppvisa såväl större historiska avvikelser från index som sämre resultat. Negativa resultat i den utländska portföljen kompenseras emellertid av överavkastning i resten av tillgångsmassan.

Regeringens skrivelse för år 1999: Dåvarande första–tredje fondstyrelsernas förvaltning bedömdes som tillfredsställande utifrån det gällande långsiktiga målet att realvärdesäkra fondkapitalet. På kort sikt var målet emellertid inte uppfyllt. Regeringen bedömde att målet var mindre tillfredsställande och efterlyste ett tydligt och investeringsbart mål för hela portföljens avkastning och risk. Dessutom ansågs det önskvärt att fondstyrelserna preciserade om de utländska nominella obligationerna skall utvärderas mot ett valutasäkrat eller icke-valutasäkrat index.

Skälen för regeringens bedömning: Första och Andra AP-fondernas portföljer har samförvaltats av Första AP-fonden under året. Enligt de av Första och Andra AP-fondernas styrelser fastställda målen för förvaltningen skall de olika delportföljerna överträffa sina respektive jämförelseindex, medan totalportföljens avkastning skall överstiga inflationen med största möjliga marginal. Därvid jämförs den svenska nominella portföljen, som svarar för 75 % av fondkapitalet i den av styrelsen beslutade normalportföljen, med ett internt framställt index som avspeglar utvecklingen för alla svenska noterade räntebärande instrument. Denna internt utförda indexberäkning har inte kunnat verifieras, vilket är en nackdel. Inte heller fastigheternas ingångsvärden

har kunnat bekräftas eftersom 4/5 av beståndet värderades internt 1996–98. Förra året värderades dock hela beståndet av utomstående källor, vilket stärker tilltron till värderingen i slutet av perioden.

Skr. 2000/01:131

Målet för totalportföljen, att överträffa inflationen med största möjliga marginal, kan inte läggas till grund för en utvärdering av förvaltningsresultatet. I det följande jämförs därför totalavkastningen även med en sammanvägning av delportföljernas jämförelseindex. Därmed uppnås konsistens i utvärderingen mellan å ena sidan total avkastning och å andra sidan de ingående komponenterna, dvs. delportföljernas avkastning. Problemen rörande val av jämförelseindex respektive fastigheternas värdering torde dock elimineras när det nya förvaltningsmandatet ändrar förutsättningarna från år 2001.

Tabell 18. Första och Andra AP-fondernas avkastning, procent

	2000	1999	1996–2000*
Svenska obligationer	7,9	0,4	7,8
<i>Internt index</i>	7,9	-0,1	7,8
Utländska obligationer**	11,6	3,5	10,9
<i>Utländskt index (SSBG5)</i>	12,4	5,1	11,3
Realränteobligationer	13,2	-1,1	-
<i>OMRX-Real</i>	11,9	0,4	-
Fastigheter	26,3	13,2	14,6
<i>Fastighetsindex***</i>	23,8	16,3	14,3
Totalavkastning	9,8	1,1	8,5
<i>Sammanvägt totalindex</i>	9,5	1,3	8,5
<i>Konsumentprisindex</i>	1,4	1,2	0,8

* Årligt geometriskt genomsnitt

**Avkastning före valutahedge

*** En sammanvägning av Svenskt fastighetsindex och två utländska index, Investment Property Databank respektive NAREIT, för åren 1999-2000 samt OMRX-Real +2% för åren dessförinnan.

Den totala avkastningen under året översteg detta sammanvägda index, huvudsakligen genom en god avkastning på fastighetsinnehavet (tabell 18). Denna överavkastning är det kombinerade resultatet av en överavkastning inom tillgångsslaget fastigheter och därtill en liten övervikt av fastighetsplaceringar, det under året bäst avkastande tillgångsslaget.

Den sammanvägda avkastningen på samtliga räntebärande instrument, dvs. svenska nominella och reala obligationer samt utländska nominella obligationer, motsvarade jämförelseindex. Realränteobligationerna överträffade och de utländska nominella obligationerna underskred sina respektive jämförelseindex. Svenska nominella instrument utvecklades som index. Det har tidigare noterats att Första AP-fonden, som en förberedelse inför utskiftningen av tillgångar vid det följande årsskiftet, lät innehavet av penningmarknadsinstrument öka under år 2000. Denna åtgärd har påverkat avkastningen negativt eftersom de långa räntorna föll i slutet av året. Bortsett från denna åtgärd skulle den svenska obligationsportföljen ha överträffat sitt jämförelseindex något, allt annat lika. För fjärde året i följd har den av styrelsen beslutade policyn att valutasäkra innehavet av utländska obligationer påverkat avkastningen negativt i väsentlig utsträckning.

Den i detta sammanhang utnyttjade jämförelsenormen för den totala portföljen, ett sammanvägt jämförelseindex, har uppnåtts men inte överträffats under den senaste femårsperioden. Fastighetsinnehavet har bidragit positivt till avkastningen medan de utländska obligationerna bidragit negativt. Svenska nominella obligationer har utvecklats i paritet med sitt jämförelseindex.

Första och Andra AP-fonderna har arbetat med små avvikelser från jämförelseindex när det gäller svenska nominella räntebärande instrument. En mot den bakgrunden betydande överavkastning år 1999 kompenserar en underavkastning åren 1996 och 1997. Större avvikelser har accepterats i den utländska obligationsportföljen, med mindre framgång totalt sett, samt i delportföljen med realränteobligationer.

Risken i realränteobligationerna, mätt som genomsnittlig duration per år, har konsekvent överstigit risken i jämförelseindex, vilket indikerar en passiv förvaltning. Därför har delportföljen gått bättre än index när marknaden utvecklats väl, dvs. vid fallande realräntor, och utvecklats sämre när marknaden varit svag. Resultatet under de senaste fyra åren sammantagna är neutralt. Den passiva strategin är förståelig mot bakgrund av väl kända brister i denna marknads funktionssätt.

Den genomsnittliga durationen i den utländska portföljen har såväl överstigit som understigit index, både i något större utsträckning och med något större variabilitet än i den inhemska portföljen. Detta gäller i all synnerhet en tidigare anlita extern förvaltare, som emellertid skildes från uppdraget efter år 1998. De externa förvaltarna har bidragit positivt till avkastningen fyra år av fem. Det externt förvaltade kapitalet har emellertid varit förhållandevis litet varför de externa förvaltarna tenderat att bidra endast marginellt till det sammanvägda resultatet i den utländska portföljen.

Tabell 19. Nyckeltal avseende Första och Andra AP-fondernas förvaltning perioden 1998–2000

	Överavkastning %	Aktiv risk %	Informationskvot	Portföljbeta
Svenska obligationer	0,2	0,2	1,1	1,0
Utländska obligationer	-0,6	2,3	-0,3	1,0
Realränteobligationer	0,1	1,3	0,1	1,2
Totalt exkl. fastigheter	0,1	0,3	0,1	1,0

Mercer har beräknat en riskjusterad avkastning i form av informationskvoter för de senaste tre åren (tabell 19). Detta motsvarar inte regeringens horisont för utvärdering, men ger en indikation om utvecklingen på medellång sikt. Risktagandet i den utländska portföljen var särskilt högt under år 1998, i förhållande till såväl perioderna före som efter, vilket påverkat Mercer's beräkningar av den genomsnittliga aktiva risken i denna portfölj. Vid utgången av förra året var den aktiva risken i den utländska portföljen betydligt lägre. Den riskjusterade avkastningen, mätt som informationskvot, var negativ för utländska obligationer och marginellt positiv för realränteobligationer under treårsperioden. Kombinationen av en måttlig överavkastning och mycket låg risk, mätt som aktiv risk, ger emellertid en informationskvot på 1,1 för den svenska nominella räntebärande portföljen. Detta resultat i

riskjusterade termer är utmärkt. Det torde vara ovanligt att en så god informationskvot utnyttjas på ett så defensivt sätt. Mot bakgrund av portföljens storlek i förhållande till marknaden finner regeringen emellertid inte anledning att anmärka mot den valda metodiken. Skr. 2000/01:131

Kalkylerna av riskjusterad avkastning har inte omfattat fastighetsinnehavet.

5.2 Utvärdering av Tredje AP-fondens förvaltning

Regeringens bedömning: Tredje AP-fonden har lyckats väl i sin förvaltning under år 2000. Avkastningen var visserligen negativ men mycket bättre än jämförelseindex. Det gällande långsiktigt målet, att överträffa index med 0,8 procentenheter per år, har inte infriats under den senaste femårsperioden men väl under de två år målet varit i kraft. I riskjusterade termer hävdar sig avkastningen väl mot jämförelseindex under den senaste femårsperioden.

Regeringens skrivelse för år 1999: Dåvarande femte fondstyrelsen underskred jämförelseindex både på kort och lång sikt. I riskjusterade termer var emellertid avkastningen i paritet med index. Regeringen ställde sig frågande till fondstyrelsens val att låta den utländska portföljen exponeras enbart mot Europa, som svarade för 1/3 av världsindex under året. En sådan snäv tolkning av utlandsmandatet borde ha åtföljts av en tydlig strategi som motiverade en kraftig övervikt av Europa på bekostnad av övriga världen.

Skälen för regeringens bedömning: Avkastningen under förra året var negativ men väsentligt bättre än jämförelseindex. Detta resultat kan till övervägande del förklaras av ett utmärkt aktieval i den svenska portföljen. Allokeringen mot sektorer i den svenska portföljen var mycket framgångsrik, med undervikt av sektorer som utvecklades svagt och övervikt av de få sektorer som steg. Enda undantaget mot denna regel var en mindre lyckosam undervikt mot bank och finans. Positiva bidrag till avkastningen kom även från aktievalet i den utländska portföljen och från taktiska beslut att övervikta svenska aktier första kvartalet och obligationer resten av året.

Det av styrelsen år 1998 fastställda långsiktiga målet, att överträffa jämförelseindex med 0,8 procentenheter per år, har inte uppnåtts under den senaste femårsperioden, men väl under de två år målet varit i kraft. Om man utsträcker jämförelsen bakåt i tiden blir resultatet en genomsnittlig underavkastning på en procentenhet per år under femårsperioden. Detta beror på sämre resultat jämfört med index åren 1998 och 1999. Den renodlade aktieportföljens underavkastning är hälften så stor. Mellanskillnaden förklaras av mindre än full exponering mot aktier och ett svagt resultat i ränteförvaltningen. För jämförelsens skull kan påpekas att hade jämförelseindex exkluderat Nokia de senaste två åren, i likhet med den kalkyl som utförs beträffande Fjärde AP-fonden i nästa avsnitt, så hade den renodlade aktieportföljens underavkastning vänts till en överavkastning under femårsperioden.

Under de två år målet varit i kraft har Tredje AP-fonden, enligt Mercer's beräkningar, överträffat index med i genomsnitt 0,8 % per år, dvs. precis enligt styrelsens mål. Styrelsen har även ett mål för den riskjusterade avkastningen mätt som informationskvot som emellertid inte utvärderats under tvåårsperioden.

Tabell 20. Tredje AP-fondens avkastning, procent

	2000	1999	1996–2000*
Svenska aktier	-3,4	61,5	-
SIXRX	-10,8	69,8	
Utländska aktier	9,8	13,0	-
DJ STOXX 50/FTSE Europe	6,2	30,7	
Aktier totalt	-2,1	55,9	25,5
Sammanvägt aktieindex	-9,4	66,2	26,0
Räntebärande instrument	7,1	-0,6	4,5
OMRX Total	8,2	0,0	8,2
Totalavkastning	-1,5	53,1	24,2
Sammanvägt totalindex**	-8,7	63,0	25,2

* Årligt geometriskt genomsnitt

** Styrelsens strategiska vikter har utnyttjats 1999–2000, dessförinnan SIXRX.

Mercer har beräknat riskjusterad avkastning för den senaste treårsperioden (de senaste två åren för den utländska portföljen). Detta motsvarar inte regeringens horisont för utvärdering men ger en indikation om utvecklingen på medellång sikt. Den riskjusterade avkastningen mätt som informationskvot avspeglar underavkastningen åren 1998 och 1999. Informationskvoten blir därför –0,3 (tabell 21). Fonden har under denna period haft en defensiv inriktning och tenderat att överträffa index när börserna faller och tappa mot index när marknaderna stiger. Som ett notabelt undantag hängde Tredje AP-fonden med den starka marknaden under första kvartalet förra året. Samtliga större bakslag under de senaste tre åren har emellertid inträffat i samband med börsuppgångar. Det senaste årets starka resultat passar väl in i detta mönster. Beta för hela portföljen beräknas av Mercer till 0,8 vilket bekräftar mindre än full marknadsexponering. Samma bild ger risken mätt som portföljens standardavvikelse som har understigit risken i jämförelseindex.

Regeringens utvärdering avser en rullande femårsperiod. Tredje AP-fonden rapporterar själv en bättre riskjusterad avkastning än jämförelseindex 1996–2000, mätt som Sharpekvot, för såväl aktieportföljen som totalportföljen. Det indikerar att underavkastningen jämfört med index till mer än 100 % kan förklaras av portföljens defensiva inriktning. Annorlunda uttryckt, om portföljen hade haft samma riskinnehåll som jämförelseindex skulle avkastningen ha överstigit detsamma, allt annat lika.

Mot bakgrund av detta kan man diskutera om den försiktiga hållning till marknaderna som kännetecknat fondens faktiska förvaltning i högre grad borde ha återspeglats i styrelsens val av jämförelseindex. Det kan vara effektivare att uttrycka en långsiktigt defensiv hållning till marknaderna i normalportföljen, snarare än att låta det prägla det löpande

arbetet. Regeringen saknar emellertid anledning att lägga några mer bestämda synpunkter på fondens arbetssätt i detta avseende, utöver vad som direkt kan föräntas av förvaltningsresultatet.

Skr. 2000/01:131

Tabell 21. Nyckeltal avseende Tredje AP-fondens förvaltning perioden 1998–2000

	Överavkastning %	Aktiv risk %	Informationskvot	Portföljbeta
Svenska aktier	-2,3	6,5	-0,3	0,9
Utländska aktier	-6,4	14,2	-0,5	0,6
Räntebärande instrument	-2,9	1,6	-1,8	0,7
Totalt	-2,8	9,4	-0,3	0,8

Vad gäller indexfrågan noterar regeringen att Tredje AP-fonden tagit ett steg mot en bredare utländsk portfölj genom att ersätta STOXX 50 med FTSE All-World Europe Developed. Den utländska portföljen har även breddats genom ett reducerat risktagande mot detta bredare europeiska index. Eftersom Europa förra året utvecklades bättre än ett globalt index kan man i efterhand säga att Tredje AP-fonden tog en risk som växlade ut positivt genom att dröja ytterligare ett år med att bygga upp en global aktieportfölj.

5.3 Utvärdering av Fjärde AP-fondens förvaltning

Regeringens bedömning: Förvaltningsresultatet för Fjärde AP-fonden var neutralt under år 2000 eftersom avkastningen var i nivå med jämförelseindex. Fondens långsiktiga mål har inte uppnåtts under den senaste femårsperioden, men väl under de två år målet varit i kraft. Bortsett från ett svagt resultat relativt index år 1998 har fonden manövrerat de senaste årens turbulenta marknader förhållandevis väl.

Regeringens skrivelse för år 1999: Dåvarande fjärde fondstyrelsen hade i sin totala förvaltning inte lyckats nå uppsatt mål, att överträffa ett jämförelseindex med 5 procentenheter över fem år. Den svenska aktieportföljen hade dock avkastat i stort sett som index. För år 1999 hade fondstyrelsen lyckats väl med sin nya målsättning att överträffa ett kombinerat index.

Skälen för regeringens bedömning: Fjärde AP-fondens totala avkastning under år 2000 var något bättre eller något sämre än jämförelseindex beroende på om komponenten för svenska aktier i denna jämförelsenorm, dvs. SIX avkastningsindex, beräknas exklusive Nokia eller inte. Nokia definieras av regelverket som utländskt företag och tar därmed i anspråk en del av det tillgängliga utrymmet för placeringar i utländsk valuta. I det av styrelsen beslutade långsiktiga målet för fonden framgår inte att jämförelseindex för svenska aktier, och därmed för den totala portföljen, skall justeras på detta sätt. Fonden har i sin årsredovisning valt att exkludera Nokia. Så gjordes även förra året, vilket då kommenterades i fondens årsredovisning. Styrelsen har bekräftat förfarandet genom att godkänna årsredovisningen. Dock kan man

ifrågasätta om inte detta borde ha kommunicerats utåt på ett tydligare sätt. Skr. 2000/01:131

Om resultatet under det senaste året var i nivå med jämförelseindex så visar Mercer's analys att aktievalet i den svenska portföljen påverkat avkastningen negativt, medan i första hand en residual effekt, bl.a. hänförlig till "timing", haft motsatt verkan¹¹. Aktievalet i den utländska portföljen har haft en kortsiktigt negativ resultatpåverkan under året medan en defensiv hållning i form av en övervikt av räntebärande instrument haft en svagt positiv resultateffekt. Fjärde AP-fondens avkastning understeg index sista kvartalet år 1999 och första kvartalet år 2000, vilket indikerar en tidig anpassning inför en förväntat sämre marknadsutveckling. Trots en betydande underavkastning under ett kvartal vartdera året slog fonden index under år 1999 och var i närheten av index år 2000.

Mercer har beräknat riskjusterad avkastning för den senaste treårsperioden (de senaste två åren för den utländska portföljen). Detta motsvarar inte regeringens horisont för utvärdering men ger en indikation om utvecklingen på medellång sikt. Den riskjusterade avkastningen under de senaste tre åren påverkas av resultatet för år 1998. Informationskvoten blir därför -0,4 under denna period (tabell 23). Eftersom svenska aktier utgjort den helt dominerande andelen av portföljen påverkas beräkningarna i märkbar utsträckning av om Nokia exkluderas eller inte. Om så sker halveras den svenska portföljens riskjusterade underavkastning.

Risken mätt som standardavvikelse för de svenska aktierna, och därför även för fonden som helhet, understiger risken i jämförelseindex. Motsvarande bild framträder av att portföljbeta understiger ett, om än måttligt, vilket indikerar en viss defensiv bias. Fonden har emellertid inte bara slagit index vid fallande marknader utan även när marknaderna gått upp, såsom var fallet första halvåret 1999.

Tabell 22. Fjärde AP-fondens avkastning, procent

	2000	1999	1996–2000*
Svenska aktier	-11,8	69,1	24,5
SIXRX exkl. Nokia	-11,9	67,4	25,0
Utländska aktier	-5,1	33,5	20,4
MSCI Europe + World	-0,6	26,2	22,6
Likviditet	4,1	3,4	4,9
OMRX T-Bill	4,3	3,3	4,9
Totalavkastning	-10,1	64,7	23,4
Sammanvägt totalindex**	-10,5	61,9	24,5

* Årligt geometriskt genomsnitt

** Exklusive Nokia 1999–2000. Styrelsens strategiska vikter har utnyttjats 1999–2000, dessförinnan SIXRX.

¹¹ Eftersom Mercer utnyttjat styrelsens uttryckliga målformulering, som ej exkluderar Nokia, kan det negativa bidraget från aktievalet härledas till denna aktie. Om jämförelsen exkluderar Nokia upphör aktievalet att påverka avkastningen negativt, enligt beräkningar utförda av Fjärde AP-fonden.

Om den svenska portföljen haft en måttligt defensiv hållning i genomsnitt över den senaste treårsperioden, så framträder motsatt bild beträffande Fjärde AP-fondens utländska portfölj. Risken mätt som standardavvikelse är högre för portföljen än för jämförelseindex och portföljbeta överstiger ett. Den utländska portföljen har därför tenderat att gå bättre än jämförelseindex vid stigande marknader och utvecklas relativt sämre vid fallande marknader. Den stora underavkastningen sista kvartalet i fjol är konsistent med den analysen, även om valet av marknad var den huvudsakliga orsaken. Under loppet av året, och främst sista kvartalet, gick fonden från en övervikt av europeiska aktier till en övervikt av amerikanska aktier, vilket påverkade avkastningen negativt. Detta har av fonden förklarats bero på anpassningar till det nya jämförelseindex, med en högre andel nordamerikanska aktier, som gäller från år 2001. Risktagandet i den utländska portföljen, mätt som aktiv risk, har legat på en förhållandevis konstant nivå de senaste två åren och detta har växlat ut positivt, med undantaget ovan. Resultaten av förvaltningen av utländska aktier har dessutom bidragit till att Fjärde AP-fonden överträffade jämförelseindex åren 1997 och 1999. Genom att resultatet i den utländska portföljen kombinerats med en förhållandevis hög aktiv risk, och genom bakslaget sista kvartalet i fjol, blir den riskjusterade avkastningen mätt som informationskvot endast svagt positiv.

Det av styrelsen fastställda långsiktiga målet, att Fjärde AP-fonden skall överträffa jämförelseindex med en procentenhet per år över en rullande femårsperiod, har inte uppnåtts. Främst genom ett svagt resultat relativt index år 1998 understiger avkastningen jämförelseindex under den senaste femårsperioden. Under de två år målet varit i kraft har Fjärde AP-fonden överträffat index med 1,3 % per år vilket i det korta perspektivet räcker för att väl infria styrelsens mål, om detta korrigeras för Nokia. Styrelsens mål för riskjusterad avkastning i form av informationskvot har inte utvärderats under denna period. Bortsett från avvikelserna år 1998 har fonden manövrerat de senaste årens turbulenta marknader förhållandevis väl, även om det är en bit kvar till styrelsens långsiktiga mål.

Tabell 23. Nyckeltal avseende Fjärde AP-fondens förvaltning perioden 1998–2000

	Överavkastning %	Aktiv risk %	Informationskvot	Portföljbeta
Svenska aktier inkl. Nokia	-2,3	5,2	-0,4	0,9
Svenska aktier exkl. Nokia	-1,2	5,0	-0,2	0,9
1999-2000				
Utländska aktier	0,6	5,7	0,1	1,2
Totalt *	-2,0	4,6	-0,4	0,9

- Totala portföljen har här jämförts med ett index som inkluderar Nokia och som baseras på styrelsens strategiska vikter 1998–2000.

Regeringens bedömning: Sjätte AP-fonden har lyckats väl i sin förvaltning under år 2000. Avkastningen var negativ men avsevärt bättre än jämförelseindex. Förvaltningen kan ännu inte utvärderas mot styrelsens långsiktiga mål eftersom fonden inte bedrivit verksamhet tillräckligt länge. En separat utvärdering av Sjätte AP-fondens onoterade portfölj visar att positiva avkastningsresultat uppnåtts snabbare än vad som är vanligt i sådana här sammanhang.

Regeringens skrivelse för år 1999: Regeringen såg mycket positivt på att dåvarande sjätte fondstyrelsens portfölj av onoterade innehav ökat. De riskspridningsmöjligheter som kan uppnås genom spridning av investeringar mellan företag i olika mognadsfaser hade dock inte utnyttjats i önskvärd utsträckning. Fondstyrelsen var överviktad i investeringar i företag i fasen expansion. Regeringen ansåg att sjätte fondstyrelsen i förvaltningen borde renodla sina portföljer eftersom en sammanblandning av noterade och onoterade innehav försvårar utvärderingen. Det är också svårt att uppnå de höga avkastningsmål som i regel gäller för en onoterad portfölj med inslag av noterade aktier. Regeringen ansåg även att avkastningsmålet för Kapitalförvaltningen, att uppnå en portföljavkastning i nivå med jämförelseindex, var relativt lågt satt.

Skälen för regeringens bedömning: Den totala avkastningen år 2000 var negativ men avsevärt bättre än jämförelseindex. Detta kortsiktigt goda resultat berodde framför allt på en god avkastning på onoterade aktier och på den del av den noterade aktieportföljen som benämns aktiva innehav. Den noterade aktieportföljen avkastade -6,3 %, vilket även det var väsentligt bättre än jämförelseindex. Hela överavkastningen i den noterade portföljen under det senaste året beror på en mycket stark utveckling av de aktiva innehaven. Det är innehav som beslutats av styrelsen och där Sjätte AP-fonden agerar som aktiva ägare, exempelvis genom styrelserepresentation.

Den onoterade portföljen avkastade, enligt Mercer's beräkningar, 21,6 % uttryckt som en genomsnittlig årlig internränta från start. Detta infriar med god marginal det av styrelsen fastställda målet att ge en absolut avkastning på minst 16 % per år före kostnader. Detta mål antas i sin tur medföra en tillräckligt hög avkastning för att överträffa SIX avkastningsindex över rullande femårsperioder, med en riskpremie som kompenserar för den högre risken i onoterade aktier jämfört med noterade aktier. Förvaltningen har ännu inte kunnat prövas mot styrelsens mål eftersom fonden inte bedrivit verksamhet tillräckligt länge. Så länge målet varit i kraft har det emellertid infriats med god marginal.

Förvaltningen av den noterade aktieportföljen har nått målet att slå jämförelseindex under fyraårsperioden, men genom stora innehav av räntebärande värdepapper de första två åren är det sammanvägda resultatet för hela förvaltningen av noterade värdepapper klart lägre åren 1997-2000. Till det kan fogas att styrelsens mål inte var i kraft före år 1999.

Under denna rubrik har Sjätte AP-fonden sorterat förvaltningen av noterade aktier och tidigare även räntebärande instrument. Inte förrän vid ingången av år 1999 var portföljen fullinvesterad i aktier. Lyckade aktieval första året skapade en rejäl överavkastning som kompenserade för relativt sett sämre resultat under de följande två åren. Genom överavkastningen under det senaste året har den renodlade noterade aktieportföljen överträffat SIX avkastningsindex under fyraårsperioden som helhet.

Tabell 24. SjätteAP-fondens avkastning på noterade aktier, procent

	2000	1999	1997–2000*
Svenska aktier	-6,3	60,4	23,0
SIXRX exkl. Nokia	-11,9	67,4	20,8

* Årligt geometriskt genomsnitt

Mercer har beräknat riskjusterad avkastning för den senaste treårsperioden. Detta motsvarar inte regeringens horisont för utvärdering men ger en indikation om utvecklingen på medellång sikt. Mätt över denna period utvecklades den noterade aktieportföljen något sämre än jämförelseindex. Som en konsekvens därav är den riskjusterade avkastningen, mätt som informationskvot, svagt negativ under perioden (-0,2). Portföljbeta understiger ett, om än måttligt, vilket överensstämmer med observationen att fonden under de senaste två åren tenderat att slå index vid fallande marknader men inte när börsen stiger.

Över tiden har den aktiva risken varierat ganska mycket omkring genomsnittet 4,3. I början av fondens existens var den aktiva risken hög, vilket också växlade ut positivt i en överavkastning för fonden. Under åren 1998 och 1999 var den aktiva risken väsentligt lägre, samtidigt som resultaten försämrades. Under sista året ökade den aktiva risken åter, parallellt med att avkastningen förbättrades relativt index.

Tabell 25. Nyckeltal avseende förvaltningen av Sjätte AP-fondens noterade portfölj perioden 1998–2000

	Överavkastning %	Aktiv risk %	Informationskvot	Portföljbeta
Svenska aktier	-0,7	4,3	-0,2	0,9

Regeringen ser positivt på att styrelsen för Sjätte AP-fonden under det gångna året skärpt målet för Kapitalförvaltningen, från att motsvara till att överträffa jämförelseindex. Det återstår emellertid att specificera ett kvantitativt mål för vilken överavkastning som eftersträvas och som beaktar begränsningar – och i Sjätte AP-fondens fall även mål – beträffande aktiv risk.

Investeringsverksamheten

Mercer har gjort en separat utvärdering av Sjätte AP-fondens förvaltning av onoterade aktier. De konventioner och riktlinjer har tillämpats som utfärdats av EVCA (European Venture Capital Association), och som gäller värdering och avkastningsberäkningar i samband med onoterade

aktier. Dessa riktlinjer bygger generellt på en konservativ värdering av innehaven, vilket i sin tur tenderar att skjuta resultaten i form av hög avkastning framåt i tiden, när en högre värdering kan bekräftas. Full marknadsvärdering är i regel möjlig först när en aktie börsnoterats.

Enligt Mercer har Sjötte AP-fonden i vart fall inte överskattat värdet av de onoterade innehaven eftersom portföljen enligt deras beräkningar är värd drygt 400 miljoner kr mer än fonden uppgett i sin årsredovisning. Avkastningen, beräknad som en genomsnittlig internränta åren 1997–2000 enligt rekommendation av EVCA, uppgår till 21,6 % per år. Detta är marginellt bättre än den genomsnittliga avkastningen på 21,1 % ett år tidigare och klart bättre än de –3,5 % som gällde efter första året. Det är enligt Mercer typiskt att den ackumulerade avkastningen beskriver en sådan ”J-kurveffekt”, med initiala förluster och först på längre sikt en rejält positiv avkastning. Möjligen har vinsterna kommit snabbare än vad som är normalt. Mercer manar till försiktighet när det gäller att tolka resultat av investeringar i onoterade aktier efter bara några år.

Tabell 26. Sjötte AP-fondens avkastning på onoterade innehav, beräknad som ackumulerad genomsnittlig årlig internränta från start, procent

	2000	1999	1998
Indirekta investeringar	62,2	27,6	-0,6
Direkta orealiserade investeringar	2,5	-0,5	-3,5
Direkta realiserade investeringar	-13,2	54,5	-5,7
Total avkastning	21,6	21,1	-3,5

Den genomsnittliga internräntan på 21,6 % per år förklaras av mycket goda resultat på indirekta investeringar i onoterade företag genom riskkapitalfonder och – hittills – mindre goda resultat på de direkta investeringarna (tabell 26). Avkastningen på direkta investeringar har påverkats av nedskrivningar och avskrivningar under år 2000, många inom IT-sektorn. Som tidigare gäller att resultat efter några få år måste tolkas med försiktighet. Den markanta skillnaden i avkastning mellan indirekta och direkta investeringar är emellertid värd att notera.

Tabell 27. Sjötte AP-fondens onoterade portfölj, fördelning på utvecklingsstadier, procent

	Indirekta investeringar	Direkta investeringar	Totalt
Sådd	0,1	0	0
Uppstart	33,8	14,4	22,8
Expansion	25,1	13,5	18,6
Internationell expansion	9,8	0	4,3
Tillväxt/mognad	31,2	61,4	48,2
Noterade aktier	0	10,7	6,1
Summa	100	100	100

Om orsakerna till denna skillnad står att finna i de direkta respektive indirekta investeringarnas olika struktur så är anledningen i vart fall inte att de direkta innehaven i större utsträckning skulle vara exponerade mot företagens tidigare utvecklingsfaser. Som framgår av tabell 27 är sakförhållandet det motsatta. De indirekta investeringarna i fonder har en

jämnare fördelning medan de direkta investeringarna har en tydlig tyngdpunkt mot tillväxt/mognad och dessutom ett kvarvarande innehav av noterade aktier. Som en konsekvens av det har även den totala portföljen en övervikt av investeringar i senare mognadsfaser.

Om i stället en uppdelning görs efter startår så innehåller de indirekta investeringarna, enligt uppgift från Sjätte AP-fonden, äldre investeringar än de direkta innehaven, som i sin helhet byggts upp under de senaste åren. De indirekta investeringarna innehåller därför i större utsträckning årgångar som befinner sig i ett mer framskridet stadium enligt ”J-kurvan”, dvs. i de stadier som börjar ge vinst. Av de 66 onoterade innehav som Sjätte AP-fonden äger direkt värderades vid senaste årsskiftet alltså 36, dvs. mer än hälften, till bokfört värde.

Andelen noterade aktier har minskat under året, men inte genom försäljningar utan snarare genom investeringar inom andra områden. Det är att märka att ett av de noterade innehaven svarar för årets näst största nedskrivningsbehov, vilket påverkat resultatet negativt. Exponeringen mot det tidigaste sådd-stadiet är obefintlig, vilket emellertid måste ställas mot tillgången på investeringsmöjligheter. De fonder Sjätte AP-fonden i sin tur investerar i har i vart fall inte lyckats bättre i detta avseende.

Enligt Mercer's kalkyler har fondens exponering mot onoterade aktier ökat under året, från strax under 14 % till strax över 22 % av fondkapitalet vid utgången av år 2000. Regeringen ser positivt på Sjätte AP-fondens fortsatta utbyte av noterade aktier mot onoterade, i en takt som marknadsförhållandena medger. Direkta investeringar (56,5 %) fortsätter att väga tyngre än indirekta investeringar i fonder (43,5 %), men denna skillnad har minskat påtagligt under året. Vissa indirekta investeringar ger i slutändan en exponering mot utländska företag, vilket inte strider mot lagens ordalydelse men likväl kan ifrågasättas. Det kan mot den bakgrunden vara lämpligt att överväga förändringar av regelverket.

5.5 Utvärdering av AP-fondernas mål och organisation

Regeringens bedömning: Första–Fjärde AP-fondernas nya förvaltningsmandat har föranlett ett omfattande analysarbete för att formulera de närmare målen för förvaltningen. Detta arbete är knappast avslutat. Slutsatserna i form av normalportföljer är i vart fall inte offentliggjorda, vilket omöjliggör en utvärdering i detta sammanhang.

AP-fonderna fäster stor vikt vid riskkontroll, vilket är önskvärt. Nödvändiga kontrollfunktioner finns på plats och verksamheten bedrivs med betryggande säkerhet. Sjunde AP-fonden utmärker sig genom en särskilt effektiv organisation, vilket stärker tilltron till att det statliga alternativet i premiepensionssystemet skall kunna erbjudas till en varaktigt låg kostnad.

Skälen för regeringens bedömning: De fyra stora buffertfonderna fullgör en väldefinierad funktion inom det reformerade

ålderspensionssystemet, omfattande såväl inkomstpension som tilläggspension. Fondernas mål är att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risken i placeringarna, där risk och avkastning skall tolkas i termer av utgående pensioner. Det har dessutom i förarbetena uttalats att fonderna bör sträva efter att vara neutrala mellan olika generationer (prop. 1999/2000:46 s. 79).

Enligt motiven skall AP-fonderna utforma målen för verksamheten efter en analys av pensionssystemets åtagande (prop. 1999/2000:46 kap. 7.1). En sådan analys, där man relaterar tillgångarna till skuldernas karaktär, kan kallas en ALM-studie (Asset/Liability Management alternativt Modelling). Första, Tredje och Fjärde AP-fonderna har genomfört sådana analyser. Mot bakgrund av att AP-fondernas förvaltning skulle försvåras om resultatet av dessa studier blev offentliga innan portföljerna hunnit omstruktureras i enlighet med de nya riktmärkena, har de i allt väsentligt hållits hemliga av AP-fonderna. Regeringen ser inget skäl att avvika från denna bedömning. En egentlig utvärdering av detta arbete kan inte äga rum innan det blir möjligt att öppet diskutera dessa s.k. normalportföljer. En sådan utvärdering får därför anstå till nästa år¹². Ett par kommentarer av allmän karaktär kan dock göras redan nu.

Inom ramen för det reformerade fördelningssystemet kan uppgiften beskrivas som att undvika att den automatiska balanseringen aktiveras, men inte i en snävt kortsiktig mening. För det första har detta klart uttalats i förarbetena, med tillägget att målet inte syftar till kortsiktig riskminimering (prop. 1999/2000:46 s. 79). För det andra har Riksförsäkringsverket demonstrerat att den automatiska balanseringen är en av de två viktigaste riskfaktorerna när det gäller att framkalla icke-generationsneutrala förändringar av pensionsnivåerna, vid sidan av en förlängning av medellivslängden (RFV Analyserar 2000:1). Buffertfondernas tillgångar ingår i kalkylen av det s.k. balanstalet och spelar därmed en direkt roll för om, när och i vilken omfattning den automatiska balanseringen aktiveras.

Om buffertfonderna skall sträva efter neutralitet mellan generationer blir uppgiften inte endast att undvika att balanseringen aktiveras på kort sikt, utan att göra det varaktigt. Eftersom befolkningen i aktiva åldrar förutses minska och medellivslängden förutses öka fram till seklets mitt kommer pensionssystemet att utsättas för påfrestningar, som redan nu är kända till sin förekomst om än inte till sin omfattning. Dessa påfrestningar, i sin tur, ökar anspråken på buffertfonderna och riskerar att aktivera den automatiska balanseringen på längre sikt. Eftersom denna risk kan motverkas med en hög avkastning på buffertfonderna blir en högre avkastning upp till en viss nivå liktydig med lägre långsiktig risk. Samtidigt kan en hög avkastning vara förknippad med hög volatilitet, som i sin tur medför påfrestningar på balansen mellan pensionssystemets tillgångar och skulder och den automatiska balanseringen i det korta perspektivet. En lägre långsiktig risk måste därmed vägas mot en högre

¹² Även Sjunde AP-fonden har genomfört en ALM-studie enligt de förutsättningar som gäller inom premiepensionssystemet. Normalportföljerna har offentliggjorts och kommenteras kortfattat i nästa avsnitt. Eftersom det kan vara lämpligt att utvärdera modellarbetet i ett sammanhang får även denna granskning anstå.

kortsiktig risk, och omvänt. Om neutralitet mellan generationerna skall iakttas kan inte det ena perspektivet tillåtas dominera över det andra, utan båda måste beaktas. Den förväntade avkastningen får inte vara så låg att de kända demografiska påfrestningarna med stor sannolikhet leder till att den automatiska balanseringen aktiveras på lång sikt. Samtidigt får volatiliteten i buffertfondernas portföljer inte vara så hög att den automatiska balanseringen av den anledningen med stor sannolikhet aktiveras på kort sikt. Därvid bör särskilt sådana variationer uppmärksammas som samvarierar negativt med pensionssystemets skulder eller positivt med dess övriga tillgångar. En sådan samvariation riskerar att förstärka yttre störningar snarare än att dämpa dem.

Buffertfonderna svarar, vid sidan av avgiftstillgången, för drygt 10 % av pensionssystemets tillgångar initialt, vilket mildrar konsekvenserna av kortsiktiga rörelser i buffertfondernas marknadsvärden. Om emellertid kapitalavkastningen samvarierar positivt med avgiftstillgången och negativt med pensionssystemets skulder, till följd av att båda influeras av samma bakomliggande utveckling, kommer balanstalets volatilitet att öka. Om avgiftsunderlaget försvagas eller skulderna växer, samtidigt som kapitalavkastningen försämras, förstärks den negativa effekten på balanstalet, allt annat lika. I motsatt fall kommer balanstalet att förbättras mer än det annars skulle ha gjort. Om det råder symmetri i värderingen av positiva och negativa utfall av balanstalet spelar en sådan ökad volatilitet ingen roll. Möjligheten till positiva överraskningar skulle i ett sådant fall kompensera risken för negativa utfall. Om emellertid risken för negativa utfall väger tyngre än möjligheten till positiva överraskningar blir den stegrade volatiliteten negativ och kapaciteten att äga tillgångar som samvarierar med balanstalet därför mindre. Det senare alternativet är troligen en bättre beskrivning av det faktiska förhållandet.

För att hela åtagandesidan skall vara beaktad skall buffertfonderna dessutom ta hänsyn till ATP-skulden och den känslighet för försvagad tillväxt av avgiftsunderlaget som denna implicerar under de närmaste 10-15 åren. Denna omständighet medverkar till att introducera ett cykliskt element i pensionssystemets åtagande. Problemet minskar dock ganska snabbt i omfattning eftersom alla utgående pensioner fr.o.m. år 2002 indexeras med samma index och huvuddelen av ATP-skulden avser årskullar som ligger relativt nära sin pensionering. Enligt prop. 2000/01:70 väntas ATP-skulden till förvärvsaktiva, som även fortsättningsvis beräknas enligt gamla regler, motsvara cirka 15 % av den totala pensionsskulden år 2005, cirka 6 % fem år senare och nära noll ytterligare fem år fram i tiden. Under denna process, under vilken pensionssystemets tillväxtkänslighet till följd av ATP minskar, väntas emellertid buffertfonderna själva svara för en växande andel av pensionssystemets samlade tillgångar, givet att avkastningen inte blir för låg i förhållande till tillväxten. Om buffertfondernas tillgångar samvarierar positivt med den ekonomiska tillväxten kommer buffertfonderna och ATP-skulden i kombination att uppvisa ett cykliskt beroende under överskådlig tid.

I detta sammanhang kan det även finnas skäl att något beröra de finansiella marknadernas volatilitet på längre sikt. Det finns mer eller mindre giltiga skäl att kalkylera med fallande långsiktig risk över tiden i

finansiella placeringar. Till de mindre giltiga skälen hör den triviala observationen att risken mätt som standardavvikelse ökar med kvadratroten av tiden och därför ser ut att krympa ju längre fram i tiden man beräknar detta riskmått. Effekten uppstår endast om man mäter risk som standardavvikelse och inte som varians. Eftersom båda riskmåten är lika legitima kan man ifrågasätta i vad mån analyser av denna typ tillför någon egentlig information. Trots denna grundläggande svaghet är synsättet vanligt förekommande i samband med ALM-studier. Detta reser, i sådana fall, frågor om hur studiernas resultat kan och bör tolkas och om vilka kompletterande undersökningar som kan bidra till ett förbättrat beslutsunderlag.

AP-fonderna har det direkta uppdraget att utforma portföljstrukturen efter en analys av pensionssystemets åtagandesida. Mot bakgrund av AP-fondernas roll i pensionssystemet är det av stor betydelse att dessa analyser utförs och tolkas på rätt sätt. Frågan får extra laddning av den nya situationen med fyra konkurrerande buffertfonder.

Sjunde AP-fonden

Medan övriga AP-fonder fullgör en allmän buffertfunktion inom fördelningssystemet kan Sjunde AP-fondens förmögenhet på ett principiellt plan kopplas till individuella ägare (den formella ägaren är Premiepensionsmyndigheten och därmed staten). Eftersom risken i Sjunde AP-fonden i princip bärs av samma individer som erhåller den motsvarande avkastningen blir analysen annorlunda.

Sjunde AP-fondens styrelse har valt att utforma Premiesparfonden och Premievalsfonden efter den genomsnittliga individen och den genomsnittliga fonden i premiepensionssystemet. Målet för Premiesparfonden är att avkastningen under löpande femårsperioder minst skall motsvara genomsnittet för samtliga fonder som deltar i premiepensionssystemet, men till lägre risk. Jämförelsenormen för Premievalsfonden är densamma men målet har höjts till att avkastningen under löpande femårsperioder skall tillhöra den bästa fjärdedelen. Det har framgått att Sjunde AP-fonden tolkar denna instruktion som att genomsnittet av fonder skall vägas med väljarnas allokering som vikter, dvs. riktmärket utgörs av den genomsnittligt valda fonden. Därmed kommer väljarnas åtgärder att indirekt influera icke-väljarnas portfölj. Som en konsekvens av det har Sjunde AP-fonden nyligen justerat upp aktieandelen i båda portföljerna.

Sjunde AP-fonden har därmed valt ett rörligt mål för sin förvaltning. Det kan ligga en risk i att tolka denna jämförelsenorm alltför snävt och att vid upprepade tillfällen ändra portföljvikterna som svar på en utveckling som redan ägt rum. Regeringen förmodar dock att den nyligen genomförda justeringen av portföljvikterna var en konsekvens av att systemet är nytt och att fjolårets val av premiepensionsfonder därför tillförde genuint ny information.

En bärande tanke i lagstiftningen om premiepensionen är att den statliga förvaltningen hos Sjunde AP-fonden skall vara jämförbar och likvärdig med de privata placeringsalternativen för premiepensionen. Ett övergripande krav på långsiktigt hög avkastning kombineras med ett, för

Premiesparfondens del, ytterligare krav på att riskprofilen skall vara låg. Det senare beror på att denna specifika fond inrättats för att förvalta icke-väljarnas premiepensionsmedel och att det därför finns särskilda skyddsbehov för den gruppen. Underlåtenhet att välja bör inte resultera i en förvaltning med hög risk för negativa avvikelser från förväntad pension. I prop. 1999/2000:46 har dessa krav operationaliserats så att Premiesparfondens risknivå normalt skall vara lägre än för den genomsnittliga privata förvaltaren av premiepensionskapital med samma placeringshorisont. Detta krav har Sjunde AP-fonden tillgodosett genom ett större mått av diversifiering och genom att delvis valutasäkra utländska aktieinnehav, snarare än genom en lägre aktieandel. Små innehav av realränteobligationer snarare än nominella obligationer kan även verka i denna riktning. Man kan emellertid konstatera att den återstående skillnaden mellan Premiesparfonden och Premievals-fonden, som delar dessa egenskaper, är liten trots att den ena fonden saknar begränsningar vad gäller risknivå.

Tabell 28. Sjunde AP-fondens normalportföljer 2001, procent av fondens marknadsvärde

	Premiesparfonden	Premievals-fonden
Svenska aktier	25	25
Utländska aktier*	65	72
Realränteobligationer	9	2
Kassa	1	1
Totalt	100	100

* Varav Nordamerika 55 %, Europa 30 %, Japan 12 % och Sydostasien/Oceanien 3 %.

Analysen av förväntad avkastning och risk i Premiesparfonden och Premievals-fonden kan utnyttja den principiella kopplingen till individerna. Därmed blir det möjligt att anlägga ett portföljperspektiv och ta hänsyn till individens övriga ekonomiska förhållanden. En omständighet som har betydelse i det sammanhanget är även individens samlade pensionsrätt inom pensionssystemets fördelningsdel. I det perspektivet blir premiepensionen under överskådlig tid en mindre andel av den samlade pensionsrätten, som därför kan bära högre risk i utbyte mot en högre förväntad avkastning.

Vad gäller Premievals-fonden har Sjunde AP-fonden kommunicerat fondens inriktning mycket tydligt, vilket ger väljarna en god grund för ställningstagandet.

AP-fondernas organisation

Mercer har även utfört en granskning av AP-fondernas organisation. Denna innehåller många värdefulla synpunkter på arbetssätt, rapportering och effektivitet. Bland annat framgår det att samtliga AP-fonder fäster stor vikt vid riskkontroll, med oberoende kontrollfunktioner som rapporterar direkt till VD och styrelsen. Även riskrapporteringens utformning var adekvat i termer av informationsinnehåll, med en viss tonvikt på aktiv risk (tracking error). Regeringen instämmer i Mercer's bedömning att en effektiv riskkontroll och riskhantering kräver en bred ansats, som inte begränsas till en noggrann uppföljning av enstaka

nyckeltal. Detta var emellertid den enda fundamentala observationen som kunde motivera en översyn. I de flesta fall var dessutom en bredare ansats redan genomförd, enligt Mercer's bedömning. Det övergripande intrycket är att de nödvändiga kontrollfunktionerna finns på plats och att verksamheten därför bedrivs under önskvärt säkra former.

Sjunde AP-fonden utmärker sig genom en särskilt effektiv organisation, vilket stärker tilltron till att det statliga alternativet i premiepensionssystemet skall kunna erbjudas till en varaktigt låg kostnad. Effektiviteten avser bl.a. det sätt på vilket externa leverantörer av depåtjänster och förvaltningstjänster uppdaterar fondens administrativa system med hjälp av modern teknik.

Några av AP-fonderna har under de senaste åren infört bonusprogram för sin personal. Regeringen har tidigare beslutat om riktlinjer för bonusprogram i statliga bolag. Enligt dessa skall bonusprogram i statliga bolag bl.a. gälla samtliga anställda, vara rimliga i förhållande till individens arbetsinsats och det skall finnas en direkt koppling mellan bonusprogrammets mål och målen för verksamheten. Regeringen menar att de riktlinjer som gäller för de statliga bolagens bonusprogram även bör vara vägledande för hur AP-fondernas bonusprogram utformas. AP-fonderna bör själva tillförsäkra att bonusprogrammen står i överensstämmelse med dessa riktlinjer genom att bl.a. inhämta Arbetsgivarverkets mening i denna fråga.