



Tredje AP-fonden Årsredovisning 2002

AP3
European Leader
Investment Strategy
IPE-awards 2002

AP3 utsedd till europeisk marknadsledare 2002
Läs mer på sid 4

Innehåll

- 3 Året i korthet
- 4 VD-ord – AP3 europeisk marknadsledare 2002
- 6 Vårt uppdrag – Förvalta svenska folkets pensionskapital
- 7 Placeringspolicy – Bästa möjliga avkastning till låg risk
- 11 Ägarpolicy – Målet är hög avkastning
- 12 Miljö- och etikpolicy – Fokus på aktiv ägarstyrning
- 13 Marknadsutveckling och avkastning 2002 – God riskjusterad avkastning
- 21 Förvaltningsberättelse 2002
- 24 Tabeller:
 - Portföljöversikt
 - Avkastning och risk
- 25 Tabeller:
 - Avkastning och risk forts.
 - Valutaexponering
- 26 Tabeller:
 - Ränteportfölj
 - Internt förvaltd aktieportfölj
- 27 Tabeller:
 - Extern förvaltning
- 28 Resultat- och balansräkning
- 29 Redovisningsprinciper och noter
- 33 Revisionsberättelse
- 34 Temaartiklar
 - 34 Kännetecknas utvecklingen av finansiella priser av återgång till medelvärden?
 - 39 Att investera etiskt – en översikt av olika metoder
- 42 Styrelsen
- 43 Medarbetarna
- 46 Ordlista

Året i korthet

Förvaltningsresultat –17,5 miljarder kronor

Förvaltningsresultatet för 2002 uppgick till –17,5 miljarder kronor vilket motsvarar en totalavkastning på –12,6 procent. Detta negativa resultat hänförs till huvudsakligen till realiserade värdeförändringar.

Fondkapital 120,2 miljarder kronor

Värdet på fondkapitalet uppgick den 31/12 2002 till 120,2 miljarder kronor. I likhet med de övriga tre buffertfonderna har fonden under året fått ett kapitaltillskott på totalt 5 miljarder kronor. Detta kan till största delen hänföras till ett positivt netto av inbetalda pensionsavgifter och utbetalda pensioner.

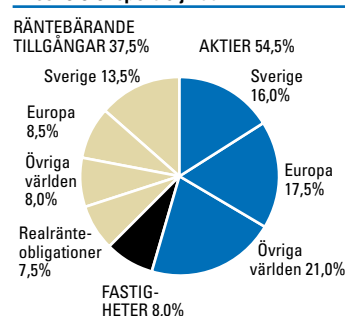
Figur 1
Fondkapitalets förändring 2002

	Mkr
Ingående fondkapital 1/1	132 724
Pensionsavgifter	40 186
Pensionsutbetalningar	–37 939
Avgift till RFVs administration	–263
Överfört från avvecklingsfonderna	3 017
Årets resultat	–17 514
Summa fondkapital 31/12	120 211

Referensportfölj med 55 procent aktier

AP3s långsiktiga tillgångsfördelning, den så kallade referensportföljen, bestäms utifrån en analys av vad som bedöms vara långsiktigt bäst för pensionssystemet. Under 2002 innehöll portföljen 54,5 procent aktier, vilket kortsiktigt medförde ett krympande fondkapital.

Figur 2
AP3s referensportfölj 2002



Meravkastning på 700 miljoner kronor

För den likvida delen av portföljen, som exkluderar fastigheter, uppgick avkastningen till –12,9 procent. Detta var 0,6 procentenheter bättre än avkastningen för fondens referensportfölj som uppgick till –13,5 procent. Denna meravkastning motsvarar cirka 700 miljoner kronor.

Svensk aktieförvaltning slog index

Det tillgångsslag som gav sämst avkastning under året var svenska aktier som backade med 35,9 procent. Här lyckades dock fondens skapa en bättre avkastning än marknaden, mätt som SIXRX-index. Fondens svenska aktieportfölj backade med 33,9 procent, vilket var 2,0 procentenheter bättre än marknaden. Även 2001 slog fondens svenska aktieförvaltning index, då med 3,4 procentenheter.

Förvaltningskostnader på 0,14 procent

Fondens förvaltningskostnader uppgick under 2002 till totalt 177 miljoner kronor, vilket motsvarar 0,14 procent av förvaltat kapital. Av dessa var cirka 40 procent personalkostnader. Vid utgången av 2002 uppgick antalet anställda till 41 personer.

Små förändringar av referensportföljen 2003

Under hösten 2002 har fonden uppdaterat och fördjupat sin analys av pensionssystemets långsiktiga utveckling och vilken portföljmix som skapar störst nytta i förhållande till fondens åtaganden (så kallad ALM-studie). Den nya ALM-studien bekräftade i stort sett resultaten i tidigare studier. Den motiverade således inte några större förändringar av referensportföljens sammansättning. Styrelsen beslutade dock, med utgångspunkt från studiens resultat, om ett par smärre justeringar av referensportföljen för 2003. Andelen fastigheter ökar med 0,5 procentenheter och japanska obligationer tas bort ur portföljen.

Ökad andel aktiv förvaltning

Under året har fonden slutfört flera upphandlingar av externa kapitalförvaltare i syfte att öka den andel av kapitalet som förvaltas aktivt. Vid inledningen av året låg samtliga AP3s externa förvaltningsmandat i passiv förvaltning, det vill säga förvaltning där placeringarna ska spegla marknadsindex. Vid årets slut var 50 procent av fondens externa förvaltning aktiv.

Valutarisk 8,3 procent

Fondens valutaexponering uppgick vid årsskiftet till 8,3 procent, motsvarande 10 miljarder kronor. En högre andel valutasäkring jämfört med referensportföljen har bidragit positivt till fondens aktiva avkastning när kronan stärktes under 2002.

VD-ord: AP3 europeisk marknadsledare 2002



AP3 utsågs till europeisk marknadsledare 2002 av *Investment & Pensions Europe*, Europas ledande branschtidskrift för pensionsförvaltare.

Efter aktiemarknadens bottennotering den 9 oktober 2002 ökade värdet på AP3s fondkapital fram till årsskiftet med 8,8 miljarder kronor. Avkastningen för helåret 2002 visar dock alltjämt ett negativt tal av betydande storlek, -12,6 procent (efter kostnader och justerat för nettoflöden) för hela fondens portfölj. Detta motsvarar -17,5 miljarder kronor.

Det är naturligtvis tråkigt att behöva redovisa ett krympande fondkapital. Men givet fondens långsiktiga placeringsinriktning är det tyvärr oundvikligt att fonden tappar i värde under perioder då aktiemarknaden går ned så kraftigt som den har gjort under 2002. AP3s investeringshorisont sträcker sig 30–40 år framåt i tiden. Därför måste vi vara beredda att ta kortsiktiga risker för att kunna skapa den långsiktiga avkastning som krävs för att klara fondens åtaganden i pensionssystemet.

Att bestämma vilken långsiktig portföljmix som skapar störst nytta för pensionssystemet är AP3s viktigaste uppgift. Därför har vi lagt ned mycket tid och möda på ett analysarbete i syfte att belysa konsekvenserna av olika portföljalternativ, med utgångspunkt i alternativa antaganden om exempelvis avkastningen på olika tillgångar, BNP-tillväxt och befolkningsutveckling. Vi har studerat tusentals portföljer i flera miljoner möjliga scenarier.

Bland pensionsfonder världen över sker en allt större fokusering på att utveckla den analys som bör ligga bakom valet av långsiktig portföljsammansättning. Därför är vi på AP3 stolta över att vi 2002 utsågs till europeiska marknadsledare inom investeringsstrategi av *Investment & Pensions Europe*, Europas ledande branschtidskrift för pensionsförvaltare. Vi fick utmärkelsen i konkurrens med nationella marknadsledare i tretton europeiska länder. Utmärkelsen avsåg det analysarbete som genomförts av AP3s team för strategisk tillgångsallokering (så kallad ALM-analys): Niklas Ekvall, Erik Valtonen, Claudia Stanghellini och Bengt Hansson.

Aktier bara fem procent av pensionstillgångarna

Utmärkelsen känns särskilt viktig ett år som detta då AP-fonderna, mot bakgrund av den kraftiga nedgången på aktiemarknaden, har fått en hel del kritik för valet av tillgångsfördelning. Några har hävdad att "vi borde ha förstått" att kurserna på aktiemarknaden skulle fortsätta falla och därför borde ha låtit bli att köpa aktier. Andra har byggt sin kritik på ett mer djupgående tvivel på aktiemarknadens långsiktiga förmåga att leverera annat än en marginellt bättre avkastning än obligationer.

"En ren obligationsportfölj innebär över tiden en betydande risk för att bromsen aktiveras."

Låt mig börja med det första argumentet. AP3 är en långsiktig investerare. Enligt riksdagens uppdrag ska förvaltningen ske till låg risk i relation till vårt åtagande i pensionssystemet. Enligt AP3s beräkningar innebär en ren obligationsportfölj över tiden en betydande risk att det uppstår underskott i pensionssystemet, med lägre pensionsnivåer som följd. Denna risk blir betydligt lägre om buffertfonderna placerar sina tillgångar i blandade portföljer med både aktier och obligationer. Kravet på låg risk i förhållande till framtida pensionsåtaganden innebär att det inte är lämpligt att göra stora avvikelser från den långsiktiga portföljsammansättningen. Därför är det inte möjligt att enskilda år göra kraftiga förändringar av portföljens aktieandel i förhoppning om att varje enskilt år leverera maximal avkastning. Det skulle vara både riskfyllt och ansvarslöst.

Man ska också komma ihåg att pensionssystemets buffertfonder bara motsvarar omkring 10 procent av den totala pensionskulden. Resten av pensionssystemets tillgångar består av värdet av alla framtida inbetalningar av pensionsavgifter. Denna ström av inkomster har stora likheter med obligationstillgångar. Aktieandelen i buffertfonderna uppgår i dag till omkring 59 procent. Det kan låta mycket, men sett i relation till hela pensionssystemets tillgångssida är aktieandelen bara drygt 5 procent.

Vad har jag då att säga till dem som tvivlar på aktier som placering – även i ett långsiktigt perspektiv?

Att aktiemarknaden kan erbjuda långsiktiga placeringer en riskpremie är en av de grundstenar på vilket det ekonomiska välståndet vilar. Om placeringarna inte kan få betalt för den risk som aktieplaceringar innebär, försvinner företagens möjligheter att skaffa riskkapital. Om inte det långsiktiga pensionskapitalet kan bära aktiemarknadens risker – vem ska då göra det?

Ny ägarpolicy

Det gångna årets redovisningsskandaler och frågor kring överdrivna ersättningar till företagsledningar – främst i USA – har skadat aktiemarknadens förtroendekapital. Men nu är starka krafter i rörelse för att återställa den viktiga maktbalansen mellan ägare och företagsledning. Vi har från AP3s sida markerat att vi är beredda att ta vår del av ansvaret och bidra till att stärka ägarmakten i Sverige.

Den globala politiska osäkerheten har också bidragit till att minska investerarnas vilja att placera i riskfyllda tillgångar – riskpremien har höjts. Detta är ingenting nytt. Riskpremien tenderar kortsiktigt att variera kraftigt, ett slags kapitalmarknadens ebb och flod. Men långsiktigt bestäms aktiemarknadens avkastning av bolagens förmåga att skapa vinster. Denna förmåga bestäms i sin tur av de strukturella förutsättningarna för ekonomisk tillväxt. Här finns alltså mycket som talar för en god jordmån för tillväxt under de kommande decennierna. Revolutionen inom informationstekniken kommer fortsatt att finnas med oss, liksom fördelarna med en avreglerad kapitalmarknad. Allt detta talar för att aktiemarknadens avkastning långsiktigt bör komma tillbaka till en nivå kring det historiska snittet på 6–7 procent per år i reala termer.

Både under 2001 och 2002 har AP3 lyckats skapa en meravkastning i förhållande till marknadsindex för de delmarknader som fonden investerar på. Under 2002 uppgick denna meravkastning till 0,6 procent. Detta motsvarar cirka 700 miljoner kronor, vilket ska ställas i relation till fondens totala förvaltningskostnader för 2002 på 177 miljoner kronor. Denna meravkastning har dessutom skapats till en låg risknivå, vilket ger en riskjusterad avkastning som med god marginal överträffar styrelsens mål.

När vi byggt upp AP3s förvaltningsorganisation har vi utgått från en stark övertygelse om att den medarbetare som har störst kunskaper om en delmarknad också måste få ansvara för de investeringsbeslut som fattas på denna marknad. Därför känns det särskilt bra att vår decentraliserade förvaltningsmodell hittills fungerat väl.

Så här långt finns det således all anledning för mig att vara tillfredsställd med min organisations förmåga att skapa meravkastning i förhållande till marknaden i stort. Även om det naturligtvis hade varit trevligare om de reformerade buffertfonderna fått inleda sin verksamhet i en stigande aktiemarknad.

Stockholm den 11 februari, 2003



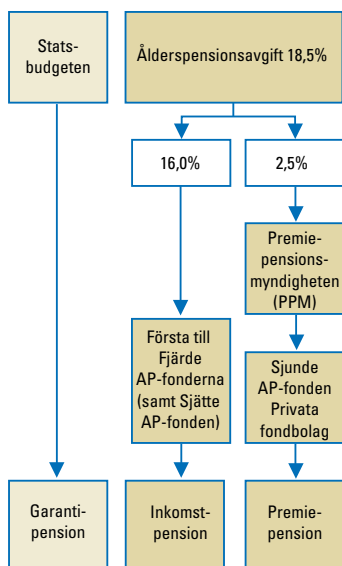
Tomas Nicolin
Verkställande direktör



”Under 2002 uppgick meravkastningen till 0,6 procent, vilket motsvarar cirka 700 miljoner kronor.”

Vårt uppdrag: Förvalta svenska folkets pensionskapital

Figur 3
Det nya pensionssystemet



Figur 4
Pensionssystemets balansräkning,
30 juni 2002

Tillgångar	Skulder
5 605 mdr kr	5 435 mdr kr
Fond 520 mdr kr	
	Pensionsskuld 5 435 mdr kr
Avgiftstillgång 5 085 mdr kr	

Källa: Riksförsäkringsverket, preliminär uppskattning

AP3 är en av fyra buffertfonder i det svenska pensionssystemet. Riksdagen har givit alla fyra fonderna samma entydiga uppdrag: att skapa bästa möjliga långsiktiga avkastning till låg risk.

AP3 är en del av det nya system som ska trygga framtidens pensioner. Pensionssystemet är uppdelat i två delar. I den ena delen (fördelningssystemet) är grundprincipen att utbetalningar av pensioner till dagens pensionärer finansieras genom avgiftsinbetalningar (16 procent av lönen) från dagens löntagare. Den andra delen är ett premiepensionssystem där utbetalade pensioner betalas med fonderade medel som byggs upp av premiepensionsavgiften (2,5 procent av lönen). Premiereserven förvaltas av privata fondförvaltare, men även av Sjunde AP-fonden.

Vad är en buffertfond?

Storleken på in- och utbetalningarna i pensionssystemet varierar från år till år. Det beror bland annat på demografiska förändringar, arbetskraftsdeltagandet och löneökningstakten. Första till Fjärde AP-fondens uppgift är att vara en buffert för att jämna ut tillfälliga variationer i in- och utbetalningarna samt att bidra till pensionssystemets långsiktiga finansiering.

I det nya pensionssystemet finns en inbyggd så kallad automatisk balansering. Den innebär att värdet av pensionerna inte räknas upp i takt med inkomstutvecklingen om det uppstår varaktiga underskott i systemet. Varje år beräknas pensionssystemets balansstal, som visar hur stora systemets tillgångar är i förhållande till dess skulder. Figur 4 visar en uppskattning av pensionssystemets balansräkning den 30/6 2002.

Här ser man att buffertfondernas storlek är relativt liten i förhållande till framtida pensionsåtaganden, cirka 10 procent. Men buffertfondernas storlek kan ändå på marginalen få betydelse för om den automatiska balanseringen slår till eller inte. Buffertfondernas uppgift är alltså att förvalta fondkapitalet så att risken för att den automatiska balanseringen aktiveras blir så liten som möjligt.

Placeringsregler

AP-fonderna är helt oberoende av varandra och ska självständigt fastställa sina placeringspolicys och investeringsstrategier. De nya placeringsreglerna medger stor flexibilitet. Den viktigaste restriktionen är att minst 30 procent av fondens tillgångar ska placeras i räntebärande värdepapper med låg risk.

Fonderna ska ta miljö- och etikhänsyn i sin placeringsverksamhet, dock utan att ge avkall på det övergripande målet om hög avkastning. Riksdagen har även beslutat att placeringarna inte ska påverkas av näringspolitiska eller andra ekonomisk-politiska hänsyn.

Läs mer om AP3s uppdrag på www.ap3.se



”Man ska komma ihåg att buffertfonderna är relativt små i förhållande till framtida pensionsåtaganden, de motsvarar ungefär 10 procent av pensionsskulden. Resten av pensionssystemets tillgångar består av den så kallade avgiftsförmögenheten som är värdet av alla framtida avgiftsinbetalningar.”

Erik Valtonen, chef kvantitativ analys

Placeringspolicy: Bästa möjliga avkastning till låg risk

Att skapa största möjliga nytta för pensionssystemet är grunden för AP3s placeringspolicy. Tillgångsfördelningen ska spegla åtagandet som buffertfond. Målet är att skapa bästa möjliga avkastning på fondkapitalet vid en given låg risknivå.

Fondens placeringspolicy ska enligt riksdagens uppdrag baseras på en analys av vårt åtagande som buffert i det svenska pensionssystemet. Denna analys ligger till grund för fondens långsiktiga strategiska tillgångsfördelning, den så kallade referensportföljen. Referensportföljen modelleras som en sammanvägd portfölj bestående av regionala index för aktier, obligationer och fastigheter (se figur 5). På kort- och medellång sikt bedriver fonden en aktiv förvaltning, i avsikt att skapa meravkastning i förhållande till marknaden där vi tror att detta är möjligt.

En nyckeluppgift för fonden är att identifiera rätt långsiktig tillgångsmix genom så kallad ALM-analys (Asset/Liability Modelling, tillgångs-/skuldanalys). Genom att belysa sambanden mellan fondens tillgångssida (avkastning på fondkapitalet) och åtagandesida (belastning på buffertfonderna) kan vi studera vilka konsekvenser portföljer med olika tillgångsfördelning får för pensionssystemets långsiktiga utveckling, i olika demografiska och ekonomiska scenarier.

Sedan 2000 har AP3 årligen genomfört en ALM-studie. Dels har vi gjort en uppdatering av demografiska antaganden med SCBs nya prognoser, dels har analyserna kontinuerligt fördjupats och förfinats. Dessa studier ligger till grund för styrelsens beslut om referensportföljens sammansättning.

AP3s tredje ALM-studie

Under 2002 genomfördes AP3s tredje ALM-studie. Denna studie innebar bland annat en uppdatering av de demografiska antagandena med SCBs reviderade befolkningsprognoser som publicerades i maj 2002. I årets ALM-studie utfördes även demografiska känslighetsanalyser, som innefattade två alternativa scenarier som tagits fram av Riksförsäkringsverket. Ett optimistiskt (där arbetskraftsdeltagandet är högre) och ett pessimistiskt (med lägre födelsetal och nettoinvandring).

Förutom denna uppdatering, utvecklades ALM-modellen i ett antal avseenden. Ett genomgripande analysarbete genomfördes för att ta fram antaganden om avkastning och risk för olika tillgångsslag. Projektet omfattade dels en genomgång av den akademiska litteraturen på området, dels egna beräkningar. Dessutom genomfördes workshops med externa analysbureau (varav en oberoende konsult), där dessa presenterade sina egna prognoser.

Vidare gjordes i prognoserna en distinktion mellan olika tidshorisonter, medellång (fem år) respektive lång sikt. Därmed skapades en möjlighet att ta hänsyn till temporära obalanser i finansiella priser som innebär att avkastningen på en viss tillgång kan väntas bli högre eller lägre än normalt under de närmast kommande åren.

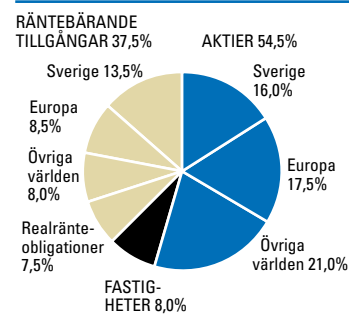
På samma sätt som i tidigare års ALM-studier sökte vi identifiera en portfölj som dels gav en god förväntad avkastning (mätt i termer av framtida pensioner),

”Just nu motsvarar buffertfonderna ungefär fyra års pensionsutbetalningar. Enligt våra beräkningar skulle en portfölj med bara obligationer innebära att fonderna på 40 års sikt krympte ihop till motsvarande ett och ett halvt års pensionsutbetalningar. Med 50 procent aktier i portföljen väntas fondernas storlek i förhållande till pensionerna växa något.”

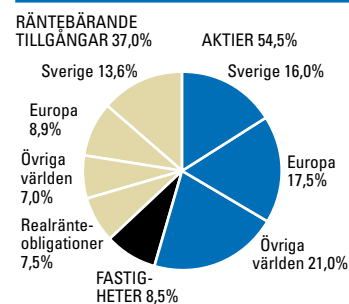
Claudia Stanghellini, kvantitativ analytiker inom ALM och risk



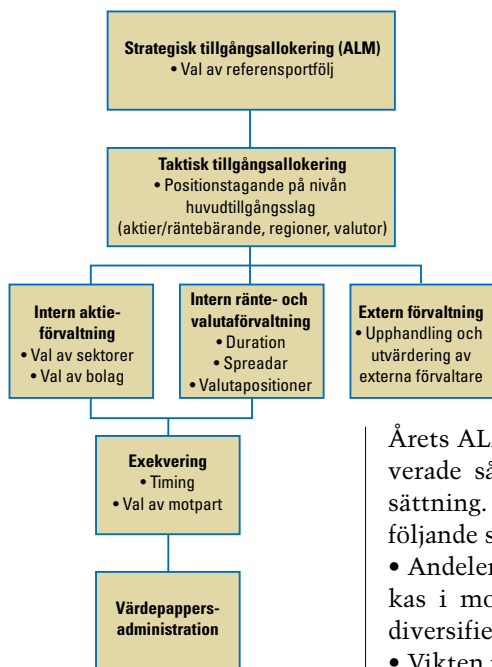
Figur 5
AP3s referensportfölj 2002



Figur 6
AP3s referensportfölj 2003



Figur 7
AP3s investeringsprocess



dels gav ett balanserat utfall, givet olika antaganden om demografi och avkastning på portföljen. Dessutom eftersträvades en bra balans över tiden, det vill säga att ingen generation ska gynnas på bekostnad av en annan. Vi studerade utvecklingen för flera alternativa mått på pensionssystemets tillstånd, såsom balanstal, fondstyrka och effekter av den automatiska balanseringen ("bromsen"). Analysen visade bland annat att den demografiska utvecklingen kan ha betydligt större effekter på pensionssystemet än buffertfondernas avkastning.

Dessutom fördjupades analysen av risken att pensionssystemet utsetts för demografiska påfrestningar och vilka konsekvenser portföljens sammansättning får i dessa situationer. Vidare genomfördes en mer detaljerad specifikation av tillgångsslagen. Globala aktier och obligationer delades in i amerikanska respektive japanska.

Små justeringar av referensportföljen

Årets ALM-studie bekräftade i stort sett resultaten i tidigare studier. Den motiverade således inte några större förändringar av referensportföljens sammansättning. Styrelsen beslutade dock, med utgångspunkt från studiens resultat, om följande smärre justeringar av referensportföljen:

- Andelen fastigheter ökar med 0,5 procentenheter och svenska räntebärande minskas i motsvarande mån. Detta motiveras med att fastigheter både har goda diversifieringseffekter och ger en bra avkastning i förhållande till risken.
- Vikten för japanska obligationer minskas från 1,4 procent av totalportföljen till noll. Motivet till detta är att avkastningen på denna tillgång förväntas bli låg under den närmaste femårsperioden. Andelarna för övriga nominella räntebärande tillgångar ökas i motsvarande mån.
- Valutasäkringskvoten för utländska aktier minskas från 80 till 75 procent.

Liksom i tidigare ALM-studier visade simuleringsresultaten att valet av portföljsammansättning inte spelar särskilt stor roll för pensionsnivån om demografien utvecklas enligt SCBs huvudscenario. Men i det pessimistiska demografiska scenariet visar det sig att portföljer med omkring 50-60 procent aktier minimerar den automatiska balanseringens förväntade effekt på pensionsnivån. Detta utgör ett av de starkaste argumenten för den aktieandel som AP3 valt att ha i referensportföljen.

Jämfört med 2001 års ALM-studie visade simuleringarna på en något mer gynnsam utveckling för pensionssystemet under de närmaste decennierna. Simuleringsresultaten visade att balanstalet 2030 kan väntas bli något starkare både vad gäller väntevärdet och i de 5 procent sämsta fallen. Risken för att den automatiska balanseringen aktiveras är något mindre.

Vidare genomfördes i 2002 års ALM-studie analyser av möjliga banor för utvecklingen av den så kallade fondstyrkan fram till 2040, givet olika portföljsammansättningar. Fondstyrkan definieras som hur många års pensionsutbetal-



"På de marknader där vi inte själva har förvaltningskompetens av högsta klass, anlitar vi externa förvaltare. Ungefär en fjärdedel av AP3s tillgångar förvaltas i dag externt."

Lena Djurberg, portföljförvaltare, ansvarig för upphandling och utvärdering av externa förvaltare

ningar som buffertfonderna motsvarar. Med en renodlad obligationsportfölj väntas fondstyrkan krympa från dagens nivå kring 4 år till knappt 1,5 år 2040. I de mest gynnsamma fallen bibehålls fondstyrkan kring dagens nivå. Med 50 procent aktier väntas fondstyrkan växa något under de kommande 40 åren. I de mest gynnsamma fallen ökar fondstyrkan till över 20 år. I figur 8 illustreras sannolikhetsfördelningen för fondstyrkans utveckling för en portfölj med 50 procent aktier.

I årets ALM-studie valde vi även att studera egenskaperna för de övriga buffertfondernas långsiktiga portföljer. Denna analys visade att Fjärde AP-fondens och Andra AP-fondens portföljer hade en högre förväntad avkastning, mätt som balanstalets förväntade utfall 2030. I riskdimensionen (mätt som balanstalets utfall i de 5 procent sämsta fallen) uppvisade AP3s portfölj lägst risk av samtliga buffertfonder. Det innebär att AP3s styrelse varit beredd att acceptera en något lägre förväntad avkastning för att försäkra sig om ett bättre utfall i situationer där pensionssystemet drabbas av påfrestningar.

Demografiska känslighetsanalyser planeras under 2003

Att utveckla och fördjupa ALM-analysen kommer att fortsätta vara en prioriterad uppgift för AP3 under de kommande åren. För närvarande arbetar vi bland annat med följande utvecklingsområden:

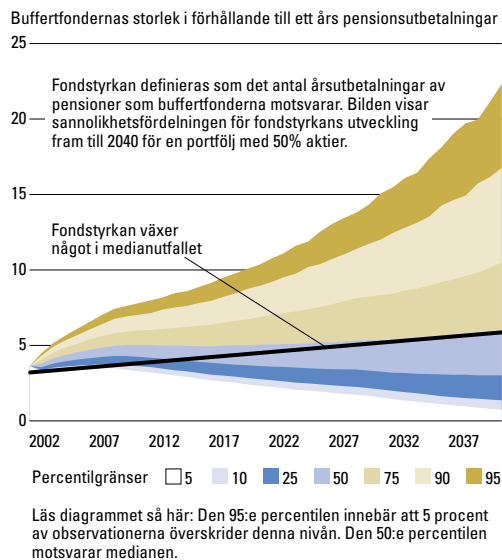
- Under 2003 väntas SCB i samarbete med Riksförsäkringsverket publicera ett mer detaljerat material med ett större antal olika demografiska scenarier. Vi planerar att använda dessa scenarier för att genomföra mer utförliga demografiska känslighetsanalyser.
- Vi eftersträvar att på ett bättre sätt integrera de medelfristiga avkastningsprognoserna i ALM-analysen. Bland annat vill vi kunna genomföra beräkningar där den optimala portföljsammansättningen varierar över tiden.

Referensportföljens roll i förvaltningen

Eftersom referensportföljens sammansättning bygger på en analys av hur fonden kan skapa störst nytta för pensionssystemet, är detta den naturliga utgångspunkten för utvärdering av AP3s förvaltningsprestation. AP3 använder sig av relativa mått på avkastning och risk. Centrala begrepp i fondens resultatuppföljning är aktiv avkastning (avkastning jämfört med referensportföljen) och aktiv risk eller tracking error (risken i den aktiva avkastningen). Dessa mått visar om fonden skapar god avkastning, respektive tar stor risk, i förhållande till den referensportfölj som bedöms som väl avvägd för fondens åtagande i pensionssystemet.

Fondens risk och avkastning mäts med utgångspunkt från ett index som består av en sammanvägning av delindex för olika tillgångsslag. Indexstrukturen framgår av figur 9 på nästa sida. På aktiesidan används FTSE (som utvecklats av Financial Times och London Stock Exchange). För svenska aktier används dock SIX

Figur 8
Sannolikhetsfördelning för fondstyrkans utveckling
Portfölj med 50% aktier



”AP3s portfölj kan väntas uppvisa en något lägre avkastning jämfört med övriga AP-fonder. I gengäld har vi ett bättre förväntat utfall i situationer där pensionssystemet drabbas av påfrestningar.”

Niklas Ekvall, vice VD och Chief Investment Officer



Figur 9

Indexstruktur

Huvudtillgångslag	Referensindex
Aktie	
Sverige	SIXRX (SIX avkastningsindex)
Europa	FTSE AW Developed Europe
Resten av världen	Blandning av FTSE AW North America och FTSE AW Developed Asia Pacific
Räntebärande	
Sverige	Blandning av Merrill Lynch Index for Swedish Government Bonds och Handelsbankens index för bostadsobligationer
Europa	Blandning av Merrill Lynchs EMU Direct Government Index, Jumbo Pfandbriefe Index, UK Gilts Index och Sterling Corporate Index
Resten av världen	Blandning av Merrill Lynchs US Treasury Master, US Agencies Bullet Structures, US Corporate Large Cap och Japanese Governments
Realränteobligationer	Merrill Lynch Index for Swedish Inflation-Linked Government Bonds
Fastigheter	SfiX (Svenskt fastighetsindex)

avkastningsindex. På räntesidan har vi huvudsakligen valt att arbeta med Merrill Lynchs indexfamilj. Samtliga index är återinvesterade.

Tydligt definierad investeringsprocess

AP3s investeringsarbete bedrivs enligt en tydlig struktur för ansvar och uppföljning, med väl definierade beslutspunkter. Grundtanken är att investeringsbesluten ska fattas av den AP3-medarbetare som är expert på området. Här skiljer vi oss från de förvaltningsorganisationer där analytiker har en rent rådgivande funktion och besluten fattas av investeringskommittéer. AP3 arbetar i stället enligt en modell som tydligt definierar vilken portföljförvaltare som ansvarar för varje beslutspunkt. Härmed blir det också möjligt att utvärdera hur mycket varje portföljförvaltare har bidragit till fondens resultat. Beslutsstrukturen i AP3s investeringsprocess beskrivs schematiskt i figur 7 på sid 8.

Läs mer om AP3s investeringsprocess på www.ap3.se

Riskbudgetering

AP3s investeringsarbete bygger på en kontrollerad och ändamålsenlig hantering av risker. Risk definieras i detta sammanhang som avvikelser från referensportföljen, över- och underviktning av tillgångslag och enskilda värdepapper i syfte att skapa en bättre avkastning

än index.

AP3 arbetar med ett fokuserat risktagande där vi först söker identifiera delmarknader där det finns möjlighet att genom aktiv förvaltning skapa meravkastning i förhållande till marknaden. Detta avgör vilka tillgångar som ska förvaltas aktivt eller passivt (enligt index som avspeglar marknaden). Därefter bestäms om det är våra egna eller externa förvaltare, som har bäst kompetens att sköta förvaltningen. I figur 19 på sid 19 beskrivs AP3s förvaltningsstruktur vid årsskiftet 2002/2003.

Mål för avkastning och risk

Målet för AP3s förvaltning är att långsiktigt överträffa referensportföljens avkastning med 0,4 procentenheter per år efter kostnader. Med lång sikt avses en rullande femårsperiod. Detta mål för aktiv avkastning kompletteras med målet att riskjusterad avkastning mätt som informationskvot (se definition i ordlistan på sid 46) ska överstiga 0,2. AP3s avkastningsmål ska nås inom en risklimit för aktiv risk (tracking error¹) på 5 procent.

Risklimiten på 5 procents aktiv risk är en övre gräns som inte ska överskridas och är inte ett riktmärke för risknivån i portföljen. Normalt bör risknivån för fonden ligga inom intervallet 1,5–3,5 procent, mätt som aktiv risk.

¹ Begreppet tracking error definieras i ordlistan på sid 46.



”Grundtanken i AP3s investeringsprocess är att investeringsbesluten ska fattas av den medarbetare som är expert på området. För oss är det en självklarhet. Men faktum är att detta idag är en vanlig brist inom förvaltningsorganisationer. Placeringsbesluten fattas genom kompromissande i kommittéer. Det har vi på AP3 velat undvika.”

Magnus Eriksson, aktiechef

Ägarpolicy: Målet är hög avkastning

Enligt fondens uppdrag från riksdagen ska "ägarrollen entydigt utövas i syfte att bättre tillvarata möjligheten till högre avkastning på förvaltade medel". Detta tydliga uppdrag är grunden för hur AP3s ägarpolicy formuleras och utövas.

För att AP3s ägarinflytande ska hanteras effektivt och bli framgångsrikt krävs fokusering på frågor och områden där fonden har förutsättningar att nå resultat. Därför tillämpas AP3s ägarpolicy i första hand i bolag där fonden har en betydande ägarandel, vilket i praktiken innebär en begränsning till svenska bolag.

I augusti 2002 antog fondens styrelse en utvecklad och reviderad ägarpolicy. Hela policydokumentet kan laddas ned på www.ap3.se.

Höjd aktivitetsnivå

Vid sidan av arbetet med att formulera en ny ägarpolicy, har fonden under 2002 eftersträvat att höja aktivitetsnivån inom ägarstyrningsområdet. Den löpande bevakningen av ägarfrågor sköts av portföljförvaltarna inom fondens aktieförvaltning. Under 2002 bildades en styrgrupp som ansvarar för att hantera de ägarfrågor som identifierats av portföljförvaltarna. Gruppen leds av VD Tomas Nicolin och består i övrigt av aktiechefen Magnus Eriksson, informationschefen Pernilla Klein och portföljförvaltaren Mats Andersson.

AP3 har som ambition att delta i samtliga bolagsstämmor i de svenska bolag som fonden äger aktier i. Av de 73 svenska bolag som ingår i AP3s internt förvaltade svenska aktieportfölj, har fonden under 2002 varit representerad på 69 ordinarie bolagsstämmor, samt i dessa bolag deltagit i samtliga av de sju extra bolagsstämmor som ägt rum under 2002.

Fondens agerande under 2002

Bland de frågor som AP3 varit aktiva i under fjolåret märks särskilt aktierelaterade kompensationsystem. Här har fonden fört en dialog angående förslag till sådana system i Skandia, Karo Bio, Nordea, Munters, OM och Holmen. I fallet Skandia bidrog AP3s agerande till att styrelsen tvingades dra tillbaka förslaget.

I SKF och Tele2 lade AP3 förslag om konverteringsrätt av A-aktier till B-aktier. På SKF-stämman bifölls vårt förslag. Detta medförde att den tidigare underkursen i A-aktierna eliminerades och likviditeten i aktien förbättrades.

I samband med Ericssons nyemission valde AP3 tillsammans med tre andra svenska institutioner att garantera den del av emissionsvolymen som motsvarade fondens dåvarande ägarandel. Därutöver deltog vi i bankernas garantikonstium.

På Telias extra bolagsstämma i november 2002, röstade AP3 nej till förslaget att avskaffa nomineringskommittén med aktieägarrepresentanter.

[Läs mer om AP3s ägarpolicy på www.ap3.se](http://www.ap3.se)

Viktiga krav i AP3s ägarpolicy

- Vi verkar för att nomineringskommittéer inrättas i de bolag där fonden är aktieägare.
- Styrelsens sammansättning ska präglas av mångfald vad avser ålder, kön, yrkesbakgrund och nationalitet.
- I varje styrelse ska finnas ledamöter som varken står i beroendeförhållande till betydande ägare eller till bolaget.
- Det är i regel olämpligt att en före detta VD i bolaget blir styrelseordförande.
- VD ska inte sitta i styrelsen.
- Styrelseledamöter ska vara aktieägare i bolaget.
- Aktierelaterade kompensationsystem ska kännetecknas av en tydlig koppling mellan prestation och förmån.
- Optionsprogram ska kostnadsföras i resultaträkningen.
- Differentierad rösträtt kan vara motiverat i vissa fall.

"Under 2003 kommer AP3 att ha en fortsatt hög ambitionsnivå på ägarstyrningsområdet. Inom de ramar som ges av vårt uppdrag från riksdagen, eftersträvar vi att vara en självständig och tydlig ägare."

Tomas Nicolin



Miljö- och etikpolicy: Fokus på aktiv ägarstyrning

Faktaruta

Viktiga internationella överenskommelser som AP3s etikpolicy utgår från:

- OECDs riktlinjer för multinationella företag.
- ILOs kärnkonventioner (avser tvångsarbete, barnarbete, arbetsvillkor, lika-behandling och organisationsfrihet).
- FNs deklaration om mänskliga rättigheter.
- FN-konventionerna om klimatförändring/Kyoto protokollet.

AP3 har valt att i första hand tillämpa fondens miljö- och etikhänsyn genom aktiv ägarstyrning. I stället för att välja en metod för att utesluta enskilda företag eller sektorer ur portföljen, hoppas vi kunna göra större nytta genom att använda fondens ägarinflytande.

I den lag som styr AP-fondernas uppdrag sägs att "Hänsyn till miljö och etik ska tas i placeringsverksamheten utan att avkall görs på det övergripande målet om hög avkastning".

AP3 har under 2000–2002 lagt ned betydande resurser på att utreda hur miljö- och etikhänsyn på bästa sätt kan integreras i förvaltningen av fondkapitalet. Vi har i arbetet med strategin haft tre grundläggande utgångspunkter.

• *Den värdemässiga grunden för AP3s etikpolicy ska vara den svenska statens etik. Därför är det naturligt att utgå från de internationella överenskommelser och konventioner som Sverige har undertecknat. De konventioner som AP3 lägger särskild vikt vid beskrivs i faktarutan här intill.*

Detta innebär att fonden har valt att inte utesluta placeringar i vissa sektorer, exempelvis producenter av tobak och vapen.

• *Hur etikpolicyn ska tillämpas, på vilket sätt fonden kan åstadkomma mest märkbara resultat i form av konkreta förbättringar i de företag som fonden investerar i.*

Vi har gjort bedömningen att AP3 uppnår störst resultat genom att som aktiv ägare verka för en god etik i de företag som vi investerar i. Genom att sälja av innehav i företag som missköter sig, avsäger vi oss möjligheten att påverka. Valet att fokusera på aktivt ägarskap gör det också möjligt för fonden att ta etiska hänsyn, utan negativa effekter på portföljens avkastning och riskspridning.

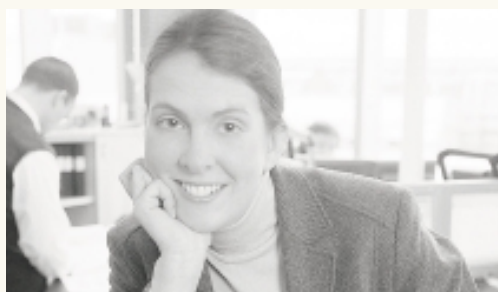
• *Kostnaderna för arbetet med etikfrågorna ska stå i rimlig proportion till fondens totala förvaltningskostnader.*

Därför är det nödvändigt att insatserna på etikområdet fokuseras på ett antal hanterbara frågeställningar där det är realistiskt att fonden kan utöva ett märkbart inflytande. Det innebär bland annat att vi i ett första skede valt att fokusera våra insatser till svenska bolag, eftersom fonden där har betydligt större ägarandelar än i våra utländska aktieportföljer.

Upphandling av etikkonsult

För att möjliggöra en professionell utvärdering i de bolag som AP3 investerar i, har AP3 under 2002 genomfört en upphandling av en etikanalyskonsult. Valet föll på det brittiska företaget CoreRatings. CoreRatings kommer också att stödja AP3 i att utöva aktiv ägarstyrning i etikfrågor. Detta kan exempelvis innebära att bolaget som AP3 äger aktier i kontaktas för att klargöra specifika frågeställningar, eller i syfte att få till stånd förändringar av policies, ledningssystem och rapportering.

Läs mer om AP3s etik- och miljöpolicy på www.ap3.se



"Som ägare vill vi verka för att företagen vi investerar i antar uppförandekoder för miljö och mänskliga rättigheter. Det är också viktigt att se till att företagen har en rapportering som möjliggör en god genomlysning av företagets förmåga att leva upp till etiska krav."

Pernilla Klein, ansvarig för etik- och miljöfrågor

Marknadsutveckling och avkastning 2002: God riskjusterad avkastning

Fondens avkastning under 2002 uppgick till **-12,4 procent**, före kostnader. Efter kostnader var avkastningen **-12,6 procent**. För den likvida delen av portföljen, som exkluderar fastigheter, var avkastningen **-12,9 procent**. Detta kan jämföras med avkastningen för fondens referensportfölj som uppgick till **-13,5 procent**. Fonden skapade således en aktiv avkastning på **0,6 procentenheter**, vilket motsvarar en meravkastning på cirka **700 miljoner kronor**. Denna aktiva avkastning skapades med ett lågt risktagande, mätt som tracking error. Den riskjusterade avkastningen har därför varit god. Informationskvoten uppgår till **0,7**, vilket väl överträffar styrelsens långsiktiga mål.

År 2002 blev det tredje året i rad med fallande kurser på världens aktiemarknader. Sett i ett historiskt perspektiv, har aktiemarknadens utveckling under perioden 2000–2002 varit exceptionell. Man får gå ända tillbaka till den stora depressionen 1929 för att hitta något motsvarande.

Det gångna året har i flera avseenden varit tufft för aktiv kapitalförvaltning. Marknaden har kännetecknats av tvära kast i kursutvecklingen. De flesta investerare som försökt pricka in vändpunkter har misslyckats. Likaså har många av de traditionella modeller som bygger på fundamental analys av relativ värdering pekats fel.

Framgångsrikt val av aktier

Med insikt om dessa svåra förutsättningar, har fonden under året valt att ta relativt små risker inom såväl taktisk tillgångsallokering (viktningen av olika tillgångsslag; räntor, aktier och valutor) som sektorstrategi (viktningen av sektorer i aktieportföljerna). I stället har risk (mätt som avvikelser från referensportföljen) aktiverats i valet av enskilda värdepapper, främst i den svenska aktieportföljen. Det är också här som fondens placeringsverksamhet varit mest framgångsrik. Val av enskilda aktier har givit ett positivt bidrag till aktiv avkastning, främst i den svenska aktieportföljen, men även i den internt förvaltade delen av den europeiska aktieportföljen.

Den taktiska tillgångsallokeringen har under 2002 givit ett negativt bidrag till aktiv avkastning, vilket huvudsakligen hänförs till den övervikt i aktier som fonden hade under första halvåret. På valutasidan har dock taktiska positioner givit ett positivt bidrag till aktiv avkastning under 2002, vilket hänförs till en positionering för en förstärkning av kronan mot USA-dollarn och euron.

Under 2002 var – i likhet med 2001 – svenska aktier det tillgångsslag som gav de största förlusterna i absoluta tal, men också det största positiva bidraget till fondens aktiv avkastning. Avkastningen på portföljen var **-33,9 procent**, att jämföra med **-35,9 procent** för jämförelseindex (SIXRX). Den aktiva avkastningen uppgick således till **2,0 procentenheter**. Hela denna positiva aktiva avkastning hänförs till val av enskilda aktier, medan valet av sektor har bidragit svagt negativt.

”Bra riskjusterad avkastning innebär att AP3, trots ett lågt risktagande räknat som avvikelser från index, lyckades skapa en bra meravkastning jämfört med marknaden. Vi fick god utdelning på de positioner vi tog. Detta gäller särskilt val av aktier i vår egen, interna aktieförvaltning.”

David Stillberger, kvantitativ analytiker

Figur 10
Aktiv avkastning per huvudtillgångsslag jan-dec 2002, %

	Portfölj	Index	Aktiv
Aktier	-27,7	-28,8	1,1¹
Sverige	-33,9	-35,9	2,0
Europa	-32,6	-31,4	-1,2
Resten av världen	-32,9	-33,6	0,7
Räntebärande	5,2	6,0	-0,8
Sverige-nominella	7,6	8,5	-0,9
Sverige-reala	14,7	14,6	0,1
Resten av världen (inkl. Europa)	-1,2	-0,1	-1,1
Totalt (exklusive fastigheter)	-12,9	-13,5	0,6
Totalt (före kostnader)	-12,4		

¹ Inkluderar även effekter av marknadsvärdesförändringar av valutaterminer som inte syns i nedanstående tillgångsklasser.



Figur 11
Avkastning och risk för totalportföljen
(före kostnader exkl fastigheter)

	Sedan start 1 jan 2001			2002		
	Portfölj	Index	Aktiv	Portfölj	Index	Aktiv
Avkastning	-16,8	-17,5	0,7	-12,9	-13,5	0,6
Risk (standard- avvikelse)	11,9	11,7	0,9	12,5	12,6	0,8
Riskjusterad avkastning:						
Informationskvot	0,8			0,7		

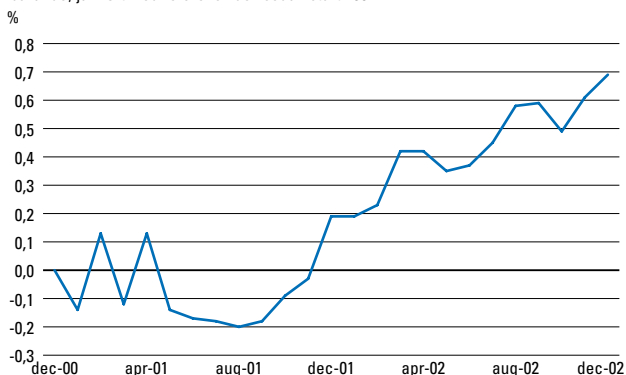
Den europeiska aktieportföljen minskade med 32,6 procent att jämföra med jämförelseindex (FTSE All-World Developed Europe) som backade med 31,4 procent. Drygt 20 procent av denna portfölj förvaltas passivt (enligt index) av en extern förvaltare. Denna del av portföljen uppvisade under 2002 en aktiv avkastning på -0,3 procent. Att denna indexportfölj inte utvecklats helt i linje med marknaden, förklaras av den europeiska marketens struktur, med jämförelsevis höga transaktionskostnader och många delmarknader, vilket gör det svårt att fullständigt spegla index.

Den internt förvaltade delen av den europeiska aktieportföljen backade med 32,9 procent, vilket var 1,5 procentenheter sämre än jämförelseindex. Här förklaras den negativa aktiva avkastningen av valet av sektorer. Valet av enskilda aktier har däremot givit ett visst positivt bidrag till aktiv avkastning.

Fondens förvaltning av räntebärande tillgångar har givit ett negativt bidrag till aktiv avkastning. Detta hänför sig bland annat till en övervikt i amerikanska företagsobligationer som var ogynnsam under årets tre första kvartal.

Figur 12
Aktiv avkastning

AP3-portföljens ackumulerade avkastning för den likvida portföljen (aktier och räntebärande) jämfört med referensindex sedan start 2001.



Låg risk

När aktiv avkastning utvärderas måste hänsyn tas till de risker som tagits i förvaltningen. AP3 använder sig av informationskvot som mått på riskjusterad avkastning (informationskvot definieras i ordlistan på sid 46). Under 2002 har den aktiva risken i AP3s förvaltning varit låg, endast cirka en femtedel av maximal risklimit om 5 procent har utnyttjats. Trots ett lågt risktagande (tracking error på 0,8 procent), lyckades AP3 skapa en aktiv avkastning på 0,6 procentenheter. Detta innebär att den riskjusterade avkastningen varit god. Informationskvoten för 2002 är 0,7.

Det har nu gått två år sedan starten av fondens nya förvaltningsmandat. Under denna period har fonden skapat en ackumulerad aktiv avkastning på 0,7 procent (före kostnader). Informationskvoten för perioden 2001–2002 uppgår till 0,8 procent.

Makromiljön negativ för aktier

Flera faktorer har bidragit till att tynga aktiemarknaden under 2002. Oro för en global recession, företagsskandaler i USA, vinstbesvikelser och krigshotet i Irak, är några av de viktigaste. Marknadsutvecklingen har präglats av en höjd riskpremie, en flykt från alla typer av riskfyllda tillgångar. Detta gäller inte minst från hushållens sida, där en tidigare stark trend av nettoinflöden i aktiefonder vänts till nettouttag. Hushållens flykt från aktiemarknaden accelererade under hösten, vilket medförde att stora fondförvaltare tvingades sälja aktier vid en tidpunkt då kurserna nådde sina absoluta bottenivåer. I Sverige forcerades även livförsäk-



”Den enklaste strategin för att placera pengar under 2002 hade varit att ’följa John’. Investerare som försökt hitta vändpunkter i marknaden har blivit grundligt besvikna.”

Björn Kvarnskog, portföljförvaltare inom taktisk tillgångsallokering och sektorstrategi

ringsbolagen till ett liknande agerande till följd av gällande konsolideringskrav. Bakom denna höjda riskpremie ligger en misstro mot aktiemarknaden i stort, som har sin grund i 1990-talets excesser. Det gäller allt från avslöjanden om manipulerad bokföring till orimligt generösa optionsprogram.

Förhoppningarna i början av året att en internationell konjunkturuppgång skulle ge draghjälp åt aktiemarknaden har inte infriats. Efter signaler om ett starkt första kvartal i den amerikanska ekonomin, har ekonomiska data indikerat en svagare utveckling än förväntat. Den största tillväxtbesvikelsen har dock de europeiska ekonomierna stått för. Här har en kombination av konjunkturella och strukturella faktorer hämmat tillväxten, med stigande arbetslöshet och en försämring av statsfinanserna som följd. ECBs penningpolitik har också varit betydligt stramare än den amerikanska. Den japanska ekonomin fortsatte att brottas med deflationsproblem och en banksektor tyngd av dåliga lån. Sammantaget innebär detta att de makroekonomiska förutsättningarna varit negativa för vinstutvecklingen i företagen, med lågt kapacitetsutnyttjande och kraftig prispress.

Denna miljö har generellt sett gynnat räntebärande tillgångar, i synnerhet realränteobligationer. Obligationsräntorna har dock uppvisat stora svängningar under året, men sett över hela perioden har trenden varit fallande. Realränteobligationer har varit det av AP3s tillgångsslag som givit bäst avkastning under 2002, +15 procent. Inom nominella räntebärande har vi sett den bästa avkastningen på amerikanska placeringar, där långa räntor fallit till den lägsta nivån på 40 år.

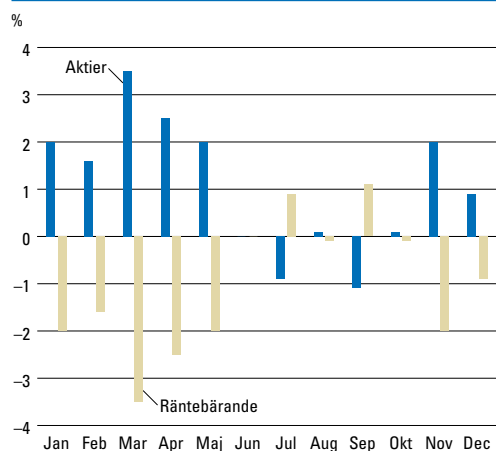
Taktisk tillgångsallokering

AP3s arbete med taktisk tillgångsallokering utgår från en värderingsorienterad ansats. Dessutom använder vi så kallade timing-verktyg, såsom marknadsmomentum (kortsiktig marknadstrend) och analys av olika aktörers investeringsbeteende. Aktier och creditspreadar har varit lågt värderade under i stort sett hela 2002, medan det motsatta gällt för obligationer.

Under första halvåret hade fonden en övervikt i aktier som dock successivt drogs ned i takt med att raset på aktiemarknaden accelererade och det negativa bidraget till aktiv avkastning ökade. Under tredje kvartalet låg fonden neutralviktad för att under årets sista månader återigen övervikta aktier, vilket då gav ett positivt bidrag till aktiv avkastning. Avvikelsena från referensportföljen har dock överlag varit små. Bara vid något enstaka tillfälle har aktier överviktats med mer än 3 procentenheter.

De tvära kasten i kursutvecklingen för olika tillgångar under 2002 har inneburit att omfattande transaktioner krävts för att rebalansera portföljen (så kallad drifthantering, transaktioner i syfte att eliminera de ofrivilliga positioner som uppstår till följd av marknadsrörelser). Under 2003 kommer fonden att avsätta särskilda resurser till drifthantering som då organisatoriskt kommer att skiljas från den taktiska tillgångsallokeringen.

Figur 13
Aktiva vikter för aktier respektive räntebärande tillgångar 2002



”Under 2002 låg vi positionerade för en kronförstärkning mot euron och USA-dollar. Denna strategi gav bra utdelning.”

Lennart Nordkvist, chef för ränte- och valutaförvaltningen



Figur 14

Kreditstruktur

%	Portfölj	Index	Aktiv
Statsobligationer	51,4	61,8	-10,4
Bostadsobligationer och agencies	23,7	33,3	-9,6
Företagsobligationer	24,9	4,9	20,0
Total	100,0	100,0	0,0

Figur 15

Genomsnittlig löptid (modifierad duration) per 2002-12-31 i ränteportföljen (inklusive externt förvaltade portföljer)

	Portfölj	Index	Aktiv
Sverige	3,3	3,5	-0,2
Euro-området	4,5	4,8	-0,3
Storbritannien	7,1	7,6	-0,5
USA	4,6	5,4	-0,8
Japan	6,0	6,2	-0,2
Realränteobligationer	10,6	10,4	0,2

Ränteförvaltning

AP3s ränteförvaltning ansvarar för en portfölj om totalt 44,4 miljarder kronor. Av denna portfölj sköts val av enskilda värdepapper i de amerikanska och brittiska företagsobligationsportföljerna (om totalt 6,3 miljarder kronor) av en extern förvaltare. Under 2002 gav fondens portfölj av räntebärande tillgångar en avkastning på 5,2 procent, vilket är 0,8 procentenheter sämre än jämförelseindex som avkastade 6,0 procent.

Bland de positioner som bidragit negativt till aktiv avkastning kan nämnas en övervikt i amerikanska företagsobligationer. Under andra och tredje kvartalet vidgades ränteskillnaden gentemot statsobligationer kraftigt. Vi valde dock att ligga kvar med positionen, vilket gav positiv aktiv avkastning under fjärde kvartalet när ränteskill-

naden vände nedåt. Det negativa bidraget från denna position uppvägdes också till viss del av ett positivt bidrag till aktiv avkastning från en undervikt i brittiska företagsobligationer. Valet av värdepapper i den amerikanska företagsobligationsportföljen, som sköts av en extern förvaltare, gav också ett positivt bidrag till aktiv avkastning.

Under 2002 hade AP3s ränteportföljer en kortare duration än index, vilket var gynnsamt under första kvartalet, men ogynnsamt under resten av året. Sett över hela 2002 gav durationspositionerna ett negativt bidrag till aktiv avkastning.

Det största positiva bidraget till aktiv avkastning i ränteportföljen, kommer från en övervikt i realränteobligationer som var den tillgång som gav bäst avkastning under 2002. Ett annat positivt bidrag kommer från att den svenska ränteportföljen under andra halvåret positionerades för en brantare avkastningskurva. Positionen stängdes i december med gott resultat.

Valutaförvaltning

Den internationella valutamarknaden har under 2002 fokuserat på obalanserna mellan G3-länderna. Oro för USAs växande skuldsättning utomlands och farhågor för ett kostsamt krig mot Irak, bidrog till att dollarn försvagades kraftigt mot euron. Euron har därför kunnat stärkas, trots de strukturella problemen i Eurozonen. En obefintlig tillväxt i den japanska ekonomin och fortsatt oro för landets skuldtyngda banksektor bidrog till att yenen följde dollarn och försvagades mot euron.

Kronan har fortsatt att förstärkas trendmässigt, med stöd av ett betydande överskott i bytesbalansen och en krympande utlandsskuld. Bortfall av de negativa kapitalflöden som vi såg under 2001 har sannolikt också varit en viktig faktor. Bland annat har de svenska livförsäkringsbolagen genomfört portföljombiktningar från utländska marknader till svenska räntebärande tillgångar. Under senare delen av året fastställdes ett datum för folkomröstning om ett inträde i EMU, vilket bidrog till att minska osäkerheten kring kronan.



”Realränteobligationer var den tillgång som utvecklades bäst under 2002. AP3s portfölj av svenska realränteobligationer uppgår till cirka 10 miljarder kronor. Avkastningen för 2002 blev +15 procent.”

Lars Orest, ränteförvaltare

AP3 har under 2002 valt en hög grad av valutasäkring för de utländska värdepappersinnehaven. Enligt referensportföljen har obligationer och aktier valutasäkrats till 100 respektive 80 procent. Under årets tre första kvartal byggde fonden upp en övervikt i kronor mot framförallt USD och EUR, jämfört med referensportföljen. Denna övervikt togs bort under tredje kvartalet. Under den senare delen av året har riskbilden, till följd av den geopolitiska oron, blivit mer osäker. Därför har fonden valt att inte göra några större avvikelser mot referensindex för valutor. Aktiva positioner i fondens valutaförvaltning har sett över helåret 2002 bidragit positivt till fondens aktiva avkastning.

För 2003 har styrelsen beslutat att valutasäkringskvoten på aktier sänks från 80 till 75 procent, vilket innebär att valutarisken i referensportföljen ökar från 9,6 till 10,8 procent. Detta kan jämföras med den lagstadgade övre gräns för exponering mot valutarisk på 25 procent av totalportföljen som gäller för 2003.

Intern aktieförvaltning

AP3s interna aktieförvaltning ansvarar för en svensk aktieportfölj om 19,4 miljarder kronor samt en europeisk aktieportfölj om 16,8 miljarder kronor, vilket utgör 75 procent av fondens totala innehav av europeiska aktier. För ett par sektorer, till exempel olja och gruvor, har fondens interna förvaltning ingen bevakning av bolag, endast sektorallokering. Den aktiva sektorbevakningen omfattar cirka 80 procent av den europeiska marknaden.

AP3s interna aktieförvaltning består av en aktiechef, en sektorstrateg, ett team av sektorförvaltare samt en exekveringsfunktion. Sektorstrategen ansvarar för viktningen av olika sektorer, medan sektorförvaltarna har ett totalansvar för analys och val av aktier inom sina respektive sektorer.

Den höjda riskpremien och de nedställda tillväxtförväntningarna har även präglat den relativa utvecklingen mellan olika sektorer på aktiemarknaden. Sektorutvecklingen under 2002 var i stort sett en avspeglning av trenderna under 2001. Sämsta sektorer var IT, telekommunikationer och media (TMT). Bästa sektorer har varit defensiva marknadssegment, framförallt icke-konjunkturkänsliga konsumentvaror (till exempel livsmedel, drycker och tobak). Konjunkturkänsliga sektorer (till exempel biltillverkare) gick bra i början av året, men föll sedan tillbaka. Vissa cykliska segment har dock, sett över helåret, gått något bättre än index. Här märks bland annat kemiindustri och byggföretag.

Under 2002 byggde sektorallokeringen i AP3s aktieportföljer på synen att vi skulle se en ljusning i den internationella konjunkturen och att aktiemarknadsriskpremien var ohållbart hög. Vi låg därför överviktade i vissa konjunkturkänsliga segment. Delar av TMT-segmentet överviktades också under större delen av 2002. I efterhand kan vi konstatera att vi var för tidigt ute med att övervikta TMT.

Sammanfattningsvis kan man säga att det positiva bidraget från övervikten i vissa cykliska segment inte kunde uppväga de negativa bidragen från övervikten

Figur 16
Valutasäkringskvoter i referensportföljen 2003 (2002 inom parentes)

%	Bruttoexponering i % av referens- portföljen	Valuta- säkringskvot	Nettoexponering i % av referens- portföljen
Utländska obligationer	15,9 (16,5)	100 (100)	0
Utländska aktier	38,5 (38,5)	75 (80)	9,6 (7,7)
Svenska aktier med			
utländsk juridisk hemvist	1,2 (1,9)		1,2 (1,9)
Referensportföljen	55,6 (56,9)		10,8 (9,6)

”I en miljö med svag konjunktur och dålig riskapitet hos investerarna har vi valt att bygga en aktieportfölj med bolag som har god lönsamhet och starka balansräkningar. Våra största positioner har varit i Cardo, SKF, Munters och Höganäs – bolag som alla gick bättre än index under 2002.”

Per Colleen, portföljförvaltare av verkstad, fordon och skog



Figur 17
AP3 har deltagit i följande nyemissioner under 2001

	Belopp (Mkr)
Sverige	
Ericsson	269,5
Klövern	11,8
Pergo	9,1
Europa	
Kingfisher	22,0
Zürich Financial Services	16,1
Imperial Tobacco Group	8,2
Ericsson	6,4
Credit Suisse Group	4,7

Figur 18
Fem största ägarandelarna (röster) i den internt förvaltade aktieportföljen per 2002-12-31

Bolag	Andel, %
Cardo	8,7
Munters	7,0
Nobia	6,9
Haldex	6,8
Höganäs	5,5

i TMT och undervikten i defensiva sektorer. Resultatet blev att sektorallokering gav ett negativt bidrag till aktiv avkastning under 2002.

Gynnsamma val av enskilda aktier

Den del av AP3s förvaltning som gått bäst under 2002 är sektorförvaltarnas val av enskilda aktier. Detta gäller i synnerhet den svenska aktieportföljen. De sektorer där val av aktier har varit mest gynnsamt för aktiv avkastning är verkstadsindustri, basindustri, investmentbolag, informationsteknologi och telekommunikationstjänster.

Även i den europeiska aktieportföljen har val av aktier givit ett visst positivt bidrag till aktiv avkastning. Bland de sektorer där valet av aktier gått bäst kan nämnas informationsteknologi, bilproducenter, telekommunikationstjänster och skogsindustri. Inom bank och försäkring gav fondens val av aktier ett negativt bidrag till aktiv avkastning. Nedan följer en fördjupad information om AP3s aktiepositioner under 2002. Dels redovisas de största övervikterna i förhållande till index i AP3s internt förvaltade aktieportföljer, dels de aktiepositioner som givit störst positivt respektive negativt bidrag till aktiv avkastning. Se även tabell 14 på sid 26.

Fokus på starka balansräkningar

I en miljö med svag konjunktur och hög riskpremie har AP3s aktieförvaltning eftersträvat att bygga en portfölj med övervikter i bolag som har god lönsamhet, försvarbara marknadspositioner och starka balansräkningar. Detta präglade AP3s aktieval även under 2001 och under 2002 har denna strategi renodlats ytterligare. De kraftiga övervikterna i Cardo, SKF, Munters och Höganäs som fonden hade redan 2001, behölls under större delen av året. Dessa företag utmärker sig vad gäller bra management, starka marknadspositioner och balansräkningar som ger en hög grad av frihet vad gäller expansion. Samtliga dessa övervikter har givit ett positivt bidrag till aktiv avkastning.

Bland de största övervikterna vid årsskiftet 2002/2003 märks även Handelsbanken. Fondens överviktad i banksektorn som helhet och har under hela 2002 överviktat Handelsbanksaktien mot övriga sektorn. Bakgrunden till denna position är att företaget levererar konsekvent bättre avkastning på eget kapital än konkurrenterna, bland annat till följd av en starkt förankrad företagskultur.

Negativa bidrag till aktiv avkastning kom bland annat från undervikter i fordonssektorn, till exempel i Volvo och Scania. I Nokia låg fonden överviktad inom sektorn under första halvåret, vilket var gynnsamt eftersom Nokia gick bättre än övriga sektorn. Dock medförde en övervikt i IT-sektorn, som var den bransch som gick sämst under 2002, till att det samlade bidraget till aktiv avkastning från Nokia-positionen blev negativt. Bland övriga övervikter som bidragit negativt märks Skandia och MTG.

I figur 18 redovisas de bolag i den svenska aktieportföljen där fonden har störst ägarandelar. I dessa bolag har fonden ambitionen att ta ett tydligare ägaransvar. Nya namn på fondens lista över största ägarandelar är köksutrustningstillverkaren Nobia och fordonskomponenttillverkaren Haldex.

Europeiska aktieportföljen

Bland de positioner som givit störst positivt bidrag till aktiv avkastning i den internt förvaltade europeiska aktieportföljen, märks övervikter i det italienska oljebolaget ENI och den brittiska gruvkoncernen Billiton. Fondens har under större delen av 2002 överviktat gruvsektorn som varit en av de bästa sektorerna under året. Bland de negativa bidragen till aktiv avkastning finns övervikter i försäkringsbolaget Allianz och mediakoncernen Vivendi Universal.

I den europeiska aktieportföljen var det franska läkemedelsbolaget Aventis en av de största övervikterna vid årsskiftet 2002/2003. Aktien har under 2002 värderats lägre än sina konkurrenter och vi har bedömt att det finns en långsiktig potential för uppvärdering.

Fonden har under året ökat sin övervikt i det brittiska dagligvaruhandelsföretaget Tesco. Tescoaktien har haft en positiv relativ kursutveckling under 2002. Positionen har därmed varit gynnsam för aktiv avkastning.

Extern förvaltning

På områden där vi inte har egen kompetens anlitar AP3 externa förvaltare. Utvärdering och upphandling av dessa förvaltare sköts av AP3s avdelning för extern förvaltning, som består av fyra portföljförvaltare. Vid årsskiftet 2002/2003 förvaltades 26,4 procent av AP3s fondkapital externt, vilket motsvarar 32 miljarder kronor.

Vid inledningen av 2002 låg samtliga AP3s externa förvaltningsmandat i passiv förvaltning, det vill säga förvaltning där placeringarna speglar sammansättningen av marknadsindex. Under 2002 har fonden slutfört och initierat flera upphandlingar i syfte att öka andelen aktiv förvaltning.

Inom räntebärande tillgångar slutfördes under 2002 en upphandling av aktiv förvaltning av amerikanska företagsobligationer. Här utsågs amerikanska Prudential till förvaltare. Inom aktieförvaltningen slutfördes två upphandlingar. Förvaltarna Capital International och Schroders tilldelades uppdrag för förvaltning av japanska aktier. Till förvaltare av aktier inom Stillahavsasien-regionen¹ utsågs JP Morgan Fleming till förvaltare. Under andra halvåret inleddes upphandlingar av mandat för segmentet små- och medelstora bolag i USA respektive Europa. Dessa kommer att slutföras under första halvåret 2003.

I fondens amerikanska aktieportfölj överfördes under andra halvåret en del av den tidigare passiva förvaltningen till så kallad enhanced indexing² förvaltning. Förvaltningen ligger liksom tidigare hos Merrill Lynch. Ovanstående förändringar medförde att andelen aktiv förvaltning inom fondens externa förvaltning under loppet av 2002 ökade från noll procent till nästan 50 procent.

Fondens innehav i asiatiska aktier har under 2002 spelat en viktig roll för att sprida riskerna i aktieportföljen. Under årets tre första kvartal gick de asiatiska aktiemarknaderna bättre än övriga aktiemarknader. Under fjärde kvartalet gällde det motsatta, då de asiatiska aktiemarknaderna föll tillbaka. Sett över helåret 2002 föll dock de asiatiska marknaderna avsevärt mindre än övriga aktiemarknader.

De aktiva mandat som AP3 fonderat under 2002 har ännu löpt under alltför kort tid för att en utvärdering ska vara meningsfull. Vi kan dock konstatera att fyra av fem aktiva mandat har levererat positiv aktiv avkastning under 2002. (Se redovisningen på sid 27.)

Investeringar i onoterade aktier

AP3s målsättning är att ingå investeringsåtaganden inom onoterade aktier motsvarande cirka 5 procent av fondkapitalet inom en tidsperiod på 3–5 år. Avsikten är att bygga upp en väldiversifierad portfölj, med en balanserad mix av investeringar i olika regioner (Norden, övriga Europa och övriga världen) och investeringskategorier (buy-outs, venture capital etc). Enligt AP-fondernas placeringsregler är det inte tillåtet med direktäggande av onoterade aktier. Investeringarna görs

Figur 19
Förvaltningsstruktur 2002-12-31

	Intern/extern	Förvaltad belopp, Mdr kr	Andel av totalportföljen, %
Aktiv förvaltning		89,6	80,0
varav	Intern	80,2	71,6
	Extern	9,4	8,4
Passiv förvaltning		17,0	15,2
varav	Intern	0,0	0,0
	Extern	17,0	15,2
Semipassiv förvaltning		5,4	4,8
varav	Intern	0,0	0,0
	Extern	5,4	4,8
Total*		112,0	100

* Exklusive värdet av AP3s innehav i fastigheter.

¹ Asia Pacific (ex Japan). Här avses Hong Kong, Singapore, Nya Zeeland samt Australien. Förvaltaren har även möjlighet att placera maximalt 10 procent av portföljens värde i Sydkorea och Taiwan.

² Enhanced indexing är förvaltning med låg avvikelserisk (tracking error) mot marknaden.

Figur 20

Investeringar i onoterade aktier¹

AP3 hade per 2002-12-31 gjort följande investeringar respektive investeringsåtaganden i onoterade aktier via riskkapitalbolag och fonder

Fond/riskkapitalbolag	Valuta	Investerat belopp, milj	Totalt åtagande
Swedestart Tech	SEK	20	80
Swedestart Life Science	SEK	11	50
GS Vintage II	USD	3	25
HIPEP IV - European Venture Fund	EUR	1	20
Litorina Kaptial II	SEK	16	150
EQT Scandinavia I	SEK	155	180
Legal General Venture 2	GBP	4	7
Candover 2001 Fund	EUR	4	25
Vision Capital III	USD	1	10
PETP III (Adveq)	USD	3	20
Warburg Pincus VIII	USD	8	35
Bure - InnKap 1	SEK	52	60
Bure - InnKap 2	SEK	57	75
Carnegie BiotechBridge Fund	EUR	5	5
Legal General Venture 3	GBP	0	5
CapMan Equity VII	EUR	4	20
IT Provider IV	SEK	0	200

¹ Av AP3 de facto investerat belopp med undantag för de investeringsåtaganden som förvärvats på andrahandsmarknaden. I dessa fall avses totalt investerat belopp under investeringsåtagandets hela löptid, dvs belopp investerade av såväl AP3 som tidigare ägare.

istället i fonder som investerar i onoterade aktier eller i fonder som i sin tur investerar i olika fonder (fund-of-funds).

Under perioden 2001-2002 har AP3 ingått totalt 16 investeringsåtaganden inom fonder och riskkapitalbolag som investerar i onoterade aktier (se figur 20). Totalt åtagande inom onoterade aktier uppgår till 2,4 miljarder kronor, varav 0,6 miljarder kronor var investerat vid årsskiftet 2002/2003. Investeringsåtagandena motsvarar cirka 2 procent av AP3s fondkapital.

I likhet med den publika aktiemarknaden har utvecklingen inom onoterade aktier varit svag under 2002. Den minskning av aktiviteten som kunde noteras under 2001 har fortsatt under 2002. De första preliminära bedömningarna indikerar att de investeringsåtaganden som tillförts europeiska private equity-fonder under 2002 har minskat med cirka 30 procent jämfört med 2001.

Liksom under 2001 genomfördes huvuddelen av AP3s investeringar under 2002 i fonder och riskkapitalbolag som investerar i förhållandevis mogna företag och branscher,

via så kallade buy-outs. Dessa investeringar görs utifrån en bedömning av om mer värde kan skapas genom att företagets verksamhet omstruktureras och utvecklas, antingen genom organisk tillväxt eller via förvärv. Denna typ av investeringar har i förhållande till investeringar i relativt nystartade företag (venture capital) vanligen en lägre risknivå, men uppvisar samtidigt en lägre historisk avkastning.

Utvärdering och riskbudgetering

AP3 lägger stor vikt vid en strukturerad riskbudgetering. Med riskbudgetering avses den process där förvaltningsmandat och risklimiters fastställs. Vilka delar av portföljen som ska förvaltas internt respektive läggas ut på externa förvaltare är föremål för återkommande utvärderingar, liksom hur stor risk som får tas inom olika förvaltningsmandat. Under 2002 har fonden valt att dra ned på riskexponeringen inom den taktiska tillgångsallokeringen samt inom sektorallokeringen i de internt förvaltade aktieportföljerna. Under 2003 räknar vi med att ytterligare begränsa risktagandet i dessa delar av investeringsprocessen för att i stället ge utrymme för en ökad riskexponeringen vad gäller val av aktier i den svenska aktieportföljen.



”AP3s totala investeringsåtaganden inom onoterade aktier uppgår nu till 2,4 miljarder kronor. Av detta är en knapp tredjedel hittills investerat. De flesta investeringarna är i fonder som placerar i mogna företag och branscher – så kallade buy-outs.”

Bengt Hellström, chef för extern förvaltning och ansvarig för investeringar i onoterade aktier

Förvaltningsberättelse 2002

Tredje AP-fondens (AP3s) styrelse och verkställande direktör avger härmed förvaltningsberättelse för 2002.

Förvaltningsresultatet för 2002 uppgick till –17,5 miljarder kronor, vilket motsvarar en totalavkastning på –12,6 procent (efter kostnader och justerat för nettoflöden). Detta negativa resultat hänför sig huvudsakligen till realiserade värdeförändringar.

Figur 1
Fondkapitalets förändring 2002

	Mkr
Ingående fondkapital 1/1	132 724
Pensionsavgifter	40 186
Pensionsutbetalningar	-37 939
Avgift till RFVs administration	-263
Överfört från avvecklingsfonderna	3 017
Årets resultat	-17 514
Summa fondkapital 31/12	120 211

Vid utgången av 2002 uppgick marknadsvärdet på AP3s fondkapital till 120,2 miljarder kronor, vilket kan jämföras med 132,7 miljarder kronor vid årets ingång. Under året erhöll fonden dessutom ett nettoinflöde av kapital om totalt 5 miljarder kronor.

Den negativa avkastningen på fondkapitalet under 2002 förklaras av den kraftiga kursnedgången på aktier. Aktietillgångar utgjorde under 2002 sammanlagt cirka 55 procent av fondens så kallade referensportfölj. Referensportföljen utgör fondens långsiktiga tillgångsfördelning. Denna bestäms, enligt uppdraget från riksdagen, utifrån en analys av fondens åtagande i pensionssystemet 30–40 år framåt i tiden.

AP3 genomför årligen detaljerade analyser av vilken tillgångsfördelning som har förutsättning att skapa störst långsiktig nytta för pensionssystemet (så kallad ALM-analys). En sådan analys genomfördes även inför styrelsens beslut om referensportfölj för 2002¹. Denna analys pekade mot att det var lämpligt att öka aktieandelen i referensportföljen med 5,5 procentenheter. Dessutom gjordes mindre uppjusteringar av vikterna för fastigheter och realränteobligationer. Andelen valutarisk i referensportföljen ökade till 9,6 procent från 8,5 procent.

De portföljtransaktioner som krävdes för att uppnå den nya referensportföljen genomfördes under januari och februari 2002. Då nettoköpte fonden utländska aktier för totalt 9,5 miljarder kronor, vilket finansierades med försäljningar av svenska och utländska obligationer. Samtidigt nettosålde fonden svenska kronor för 2 miljarder kronor.

Under 2002 genomfördes en ny uppdatering av ALM-studien som resulterade i att styrelsen beslutade om smärre justeringar av referensportföljen 2003. Förändringarna av referensportföljen 2003 beskrivs på sid 7.

Aktiv avkastning 2002

Den likvida och marknadsnoterade portföljen (exklusive fastigheter) minskade under 2002 med 12,9 procent i värde, vilket var något bättre än referensportföljen som minskade med 13,5 procent. Den aktiva avkastningen (före kostnader) uppgick således till 0,6 procentenheter.

Förvaltningskostnaderna uppgick till 177 miljoner kronor, vilket innebär att den aktiva avkastningen efter kostnader uppgick till 0,4 procentenheter. Detta kan jämföras med styrelsens långsiktiga mål att avkastningen ska överträffa referensportföljen med i genomsnitt 0,4 procentenheter per år (efter kostnader), sett över en rullande femårsperiod.

Detta mål kompletteras med ett mål för riskjusterad avkastning (mätt som informationskvot, efter kostnader) på 0,2. Informationskvoten (efter kostnader) uppgick till 0,5. Detta höga utfall för informationskvoten är en följd av att meravkastningen uppnåtts med en låg risk i förvaltningen.

Sedan starten av fondens nya mandat den 1/1 2001 uppgår den ackumulerade aktiva avkastningen till 0,7 procentenheter (0,6 efter kostnader). Informationskvoten uppgår till 0,6.

Styrelsen kan konstatera att fondens förvaltningsverksamhet så här långt förefaller vara på god väg att uppfylla de mål som satts upp. Det bör dock framhållas att två år är en alltför kort verksamhetsperiod för att möjliggöra en meningsfull utvärdering av förvaltningsresultatet.

Kostnader och personal

Fondens förvaltningskostnader uppgick under 2002 till totalt 177 miljoner kronor, vilket motsvarar 0,14 procent av förvaltad kapital. Av dessa var cirka 40 procent personalkostnader (71 miljoner kronor), varav 15 miljoner kronor utgjorde en reservation för bonusutbetalning (rörlig lön) till AP3s medarbetare avseende 2002.

Figur 2
Större kostnadsposter under 2002 (Mkr)

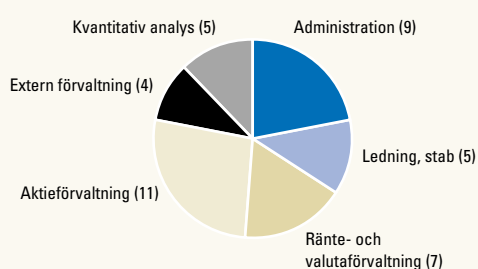
		Procent av total
Totala kostnader	177	
varav		
Personal	71	40%
Externa förvaltare	46	26%
Depåbank	19	11%
Leverantörer av marknadsinformation	12	7%
IT	7	4%
Lokaler	5	3%

Jämfört med verksamhetsåret 2001 har fondens förvaltningskostnader för 2002 ökat med cirka 60 procent. Denna ökning var väntad och hänför sig i huvudsak till den ökade andelen aktiv förvaltning bland fondens externa förvaltningsmandat. Under de kommande åren kommer andelen passiva (indexbaserade) mandat i fondens externa förvaltning att fortsätta krympa, vilket innebär att kostnaderna väntas öka ytterligare.

¹ För en översikt av 2001 års ALM-analys se sid 42–47 i AP3s årsredovisning för 2001.

Vid utgången av 2002 uppgick antalet anställda till 41 personer. Under året har fonden anställt sex nya medarbetare. Under samma period har tre medarbetare slutat på fonden, varav en till följd av pensionering. Ytterligare en medarbetare har kontrakterats för anställning under 2003. Dessutom pågår för närvarande rekrytering till en ny tjänst som interncontroller, inom fondens Compliance-funktion.

Figur 3
Antal anställda i fondens olika verksamheter december 2002



AP3 har en förhållandevis liten och fokuserad administration. Delar av verksamheten sköts genom outsourcing, till exempel IT-support och datadrift. Affärsavslut och portföljrapportering sköts av fondens globala depåbank. Viktiga projekt under året har varit intern utbildning för att förbättra användningen av portföljssystem och orderläggningssystem.

Under 2002 har fonden genomfört en utlokalisering av samtliga dataservrar. Detta är ett led i arbetet med att minimera risken för driftsstörningar. Dessutom har kommunikationsnätet förstärkts så att distansarbete möjliggjorts.

En upphandling av system för mätning av risk och avkastning har inletts. Upphandlingen beräknas vara avslutad under första kvartalet 2003 och systemet väntas vara i full drift under andra halvåret 2003.

Under 2002 bildades en ledningsgrupp som består av VD, vice VD, administrativa chefen, aktiechefen, ränte- och valutachefen, chefen för kvantitativ analys, chefen för externförvaltning samt informationschefen.

Ökad andel aktiv förvaltning

Vid årsskiftet 2002/2003 förvaltades 74 procent av kapitalet internt, det vill säga av AP3s egna portföljförvaltare. Resten hanteras av externa förvaltare. Under 2002 har andelen externt förvaltad kapital som förvaltas passivt – det vill säga enligt index – minskat till förmån för aktiva mandat, där detta bedömts vara lönsamt.

I början av 2002 var samtliga fondens externa förvaltningsmandat passiva. Under året överfördes omkring hälften av det externt förvaltade kapitalet till aktiv förvaltning. Eftersom aktiv förvaltning är dyrare, har detta medfört att kostnaderna för extern förvaltning av traditionella tillgångar ökat från 5 miljoner kronor 2001 till

19 miljoner kronor 2002. Dessutom redovisas, i resultaträkningen, förvaltningsavgifterna för fondens investeringar i onoterade aktier om totalt 27 miljoner kronor som kostnader för extern förvaltning. Vid årsskiftet 2002/2003 uppgick fondens investeringar i onoterade aktier till 631 miljoner kronor.

Värdepapperslån

Liksom andra långsiktiga kapitalförvaltare bedriver AP3 värdepappersutlåning. Verksamheten avser kortsiktig utlåning av aktier och obligationer till motparter som har både hög kreditvärdighet och ställer full säkerhet. De totala intäkterna uppgick till 27,2 miljoner kronor under 2002, att jämföra med 12,6 miljoner kronor 2001. Dessa redovisas som ränteintäkter i resultaträkningen.

Figur 4
Intäkter från värdepapperslån 2002

	Mkr
Obligationer	1,1
Aktier	26,1
Totalt	27,2

Ägarfrågor

AP3 har under året valt att avsätta allt mer tid och resurser till ägarfrågor. På sid 11 finns en genomgång av de frågor som AP3 varit aktiva i. I syfte att lägga grunden för en tydligare ägarroll, antog styrelsen i augusti 2002 en reviderad och utvecklad ägarpolicy.

I slutet av 2002 anställdes ytterligare en portföljförvaltare till fondens aktieförvaltning, som bland annat kommer att arbeta med att förstärka AP3s bevakning av ägarfrågor.

Inför starten av AP3s nya förvaltningsmandat 2001 antog styrelsen en policy för miljö- och etikhänsyn, som en del av fondens första ägarpolicy. Under 2002 har AP3 bedrivit ett internt utvecklingsarbete i syfte att hitta metoder för att praktiskt tillämpa denna policy. Detta arbete resulterade i att AP3s ledningsgrupp i maj 2002 antog en handlingsplan. Denna handlingsplan innebar bland annat att fonden skulle utveckla sin ägarroll till att även omfatta miljö- och etikfrågor. Under hösten genomfördes upphandling av en miljö- och etikanalyskonsult. Upphandlingen ledde till att det brittiska företaget Core Ratings kontrakterades för att leverera analysstöd för fondens aktiva ägarstyrning.

AP3s strategi för miljö- och etikhänsyn i placeringsverksamheten kommer att vidareutvecklas under de kommande åren.

Läs mer om AP3s ägarpolicy på www.ap3.se

Interna etiska riktlinjer

Uppdraget att förvalta svenska folkets pensionskapital är förenat med ett särskilt ansvar. Under 2002 antog styrelsen nya och skärpta interna etiska riktlinjer för AP3s medarbetare. Dessa riktlinjer omfattar bland annat regler

för medarbetarnas värdepappersaffärer som baseras på Svenska Fondhandlareföreningens rekommendationer, men som i vissa stycken är mer långtgående.

Läs mer om AP3s etiska riktlinjer på www.ap3.se

Val av motparter inom värdepappershandeln

AP3 lägger stor vikt vid att fördelningen av värdepappersaffärer mellan motparter (mäklare) sker enligt tydliga principer. Både aktieförvaltningen och ränte- och valutaförvaltningen tillämpar ett rankingsystem, där motparter utvärderas enligt ett antal uppställda kriterier. Dessa omfattar bland annat kvaliteten på de analyser som företaget tillhandahåller. Rankingen används sedan som utgångspunkt för fördelningen av affärer mellan motparter. Nedan redovisas i bokstavsordning de fem motparter som AP3s aktieförvaltning betalat störst courtage till under 2002.

Figur 5
Fem motparter som aktieförvaltningen har betalat mest courtage till under 2002 (i bokstavsordning)

ABN Amro inklusive Alfred Berg
Deutsche Bank
JP Morgan
Salomon Brothers Intl Ltd
UBS Warburg

Ovanstående motparter erhöll drygt 55 procent av totalt courtage.	
Totalt courtage under 2002, miljoner kronor:	41,8
Totalt antal motparter för aktieförvaltningen under 2002, st:	26

I situationer där motparter hanterat affärssamarbetet på ett sätt som skadat AP3, tillämpar fonden handelsstopp med denna motpart under en period. Under 2002 har tre motparter varit föremål för ett flera månader långt handelsstopp som omfattade transaktioner på både aktie-, ränte- och valutasidan. Dessa fall avsåg incidenter inom aktiehandeln som bedömdes så allvarliga att även ränte- och valutasidan omfattades av handelsstoppen. Dessutom omfattades två motparter av handelsstopp för aktietransaktioner under en kortare period. På valutasidan tillämpade fonden ett kortare stopp för handel med fem motparter.

Rörlig lön

I likhet med det stora flertalet kapitalförvaltare i Sverige och internationellt har AP3 ett rörligt lönesystem (bonus) för att belöna medarbetare när vi lyckas bra med vårt förvaltningsuppdrag. Syftet med systemet är att förbättra förutsättningarna för ett gott förvaltningsresultat genom att skapa en direkt koppling mellan fondens mål och ersättningen till de anställda. Ett konkurrenskraftigt bonussystem är också en förutsättning för att fonden ska kunna attrahera och behålla duktiga medarbetare.

Från 2002 gäller ett nytt och reviderat system. I det nya systemet finns en strävan att uppmuntra lagarbete samtidigt som individuella prestationer uppmärksammas. Bonusmålen definieras både utifrån en kortsiktig och en långsiktig tidshorisont. Tanken är att goda prestationer ska

ge kännbara belöningar relativt snabbt, samtidigt som en stark koppling till fondens långsiktiga förvaltningsresultat bibehålls. Bonusmålen innebär dels mål för meravkastning i förhållande till marknaden, dels mål för meravkastning i riskjusterade termer (mätt som informationskvot).

De gällande reglerna för rörlig lön återfinns i sin helhet på fondens nätplats www.ap3.se. Bonussystemet gäller för ett år i taget, vilket innebär att ett nytt styrelsebeslut måste fattas inför varje år om systemets utformning för det kommande året. För 2003 har styrelsen beslutat om en förlängning av 2002 års bonussystem.

Regeringens utvärdering

AP-fondernas verksamhet utvärderas årligen av regeringen i form av en skrivelse till riksdagen. I maj 2002 presenterades utvärderingen för 2001. Denna fokuserade bland annat på en bedömning av fondernas mål, och då särskilt den analys som låg bakom valet av referensportfölj (ALM). Underlaget för utvärderingen togs fram av ett konsortium bestående av svenska Wassum Investment Consulting och brittiska Bacon&Woodrow.

Om AP3s ALM-analys gav regeringen bland annat följande kommentar: "Tredje AP-fonden har utvecklat den mest sofistikerade ALM-processen". Regeringen bedömde fondens val av referensportfölj som väl övervägt.

Styrelsens arbete

Styrelsen har under året haft sju sammanträden, varav ett telefonmöte. Utöver de sedvanliga frågor som åligger styrelsen, såsom fastställande av verksamhetsplan och årsredovisning, har ett par områden haft särskild vikt i styrelsearbetet under 2002. Det gäller bland annat ägarfrågorna, där en ny ägarpolicy antogs. Dessutom har ett antal enskilda ägarfrågor av principiell betydelse varit föremål för diskussion. Fondens ALM-analys och den löpande uppföljningen av förvaltningsresultatet har varit andra viktiga ämnen.

Styrelsen har under 2002 valt att inom sig bilda två kommittéer: ersättningskommittén och revisionskommittén. Ersättningskommittén består av Johan Björkman (ordförande), Dan Andersson och Harriet Piscator. Kommitténs uppgift är främst att bereda frågor om kompensation till fondens VD samt hantera de frågor som enligt bonussystemet ankommer på kommittén. Under 2002 har ersättningskommittén haft tre sammanträden.

Revisionskommittén består av Rolf Andersson (ordförande), Christina Liffner och Dag Sehnin. Kommittén verkar i första hand inom områdena regelansvar, internrevision och riskkontroll. Kommittén ska också ha en löpande kontakt med revisorerna, delta i planeringen av revisionsarbetet samt följa upp hur revisorernas rekommendationer hanteras i organisationen. Under 2002 har revisionskommittén haft fem sammanträden.

Tabeller

PORTFÖLJÖVERSIKT

Tabell 1

Marknadsvärde per huvudtillgångsslag³

Mdr kr	31 dec 2002	30 jun 2002	31 dec 2001	30 jun 2001	1 jan 2001
Aktier					
Sverige	19,4	20,4	23,8	22,1	33,1
Europa	21,5	23,1	22,5	21,6	1,7
Resten av världen	26,7	27	22,1	24,3	1,7
Totalt aktier	67,6	70,5	68,4	68,0	36,5
Räntebärande					
Sverige, nominella	15,1	18,8	18,5	19,9	45,9
Sverige, reala	9,8	10,4	9,5	9,5	9
Europa	10,7	6,9	15	14,4	0
Resten av världen	8,8	11,7	12,8	11,3	0
Totalt räntebärande	44,4	47,8	55,8	55,1	54,9
Fastigheter¹	8,2	8,3	8,5	8,6	8,3
Kassa²	0	0	0	0	34,3
Total	120,2	126,6	132,7	131,7	134,0

¹ Observera att AP3s innehav av fastigheter (via aktier i fastighetsbolaget AP-fastigheter) i denna tabell redovisas i bruttotermier. Detta innebär att fonden värderar innehavet utifrån värdet på de fastigheter som bolaget äger och betraktar finansieringen separat. Finansieringen inkluderas i räntebärande Sverige, nominella.

² Den kassa som svarar mot terminspositionerna har i denna tabell fördelats på respektive tillgångsslag.

³ Not 1) och 2) innebär att tabellerna inte är fullt jämförbara mot balansräkningen.

Tabell 3

Indexstruktur

Huvudtillgångsslag	Referensindex
Aktie	
Sverige	SIXRX (SIX avkastningsindex)
Europa	FTSE AW Developed Europe
Resten av världen	Blandning av FTSE AW North America och FTSE AW Developed Asia Pacific
Räntebärande	
Sverige	Blandning av Merrill Lynch Index for Swedish Government Bonds och Handelsbankens index för bostadsobligationer
Europa	Blandning av Merrill Lynchs EMU Direct Government Index, Jumbo Pfandbriefe Index, UK Gilts Index och Sterling Corporate Index
Resten av världen	Blandning av Merrill Lynchs US Treasury Master, US Agencies Bullet Structures, US Corporate Large Cap och Japanese Governments
Realränteobligationer	Merrill Lynch Index for Swedish Inflation-Linked Government Bonds
Fastigheter	SfiX (Svenskt fastighetsindex)

Tabell 2

Referensportfölj och faktisk portfölj 2002-12-31³

%	Benchmarkvikt	Portföljvikt	Aktiv vikt
Aktier			
Sverige	16,2	16,2	0,0
Europa	17,7	17,9	0,2
Resten av världen	21,3	22,2	0,9
Totalt aktier	55,2	56,3	1,1
Räntebärande			
Sverige, nominella	13,7	12,6	-1,1
Sverige, reala	7,6	8,1	0,5
Europa	8,6	8,9	0,3
Resten av världen	8,1	7,3	-0,8
Totalt räntebärande	38,0	36,9	-1,1
Fastigheter¹	6,8	6,8	0,0
Kassa²	0,0	0,0	0,0
Totalt	100	100	0

¹ Observera att AP3s innehav av fastigheter (via aktier i fastighetsbolaget AP-fastigheter) i denna tabell redovisas i bruttotermier. Detta innebär att fonden värderar innehavet utifrån värdet på de fastigheter som bolaget äger och betraktar finansieringen separat.

² Den kassa som svarar mot terminspositionerna har i denna tabell fördelats på respektive tillgångsslag.

³ Not 1) och 2) innebär att tabellerna inte är fullt jämförbara mot balansräkningen.

Tabell 4

Tillättna avvikelser från referensportföljen per huvudtillgångsslag 2002

Tillgångsslag	Andel av referensportföljen	Tillåten avvikelse i procentenheter
Aktier		
Sverige	16,2	+/-5
Europa	17,7	+/-5
Resten av världen	21,3	+/-5
Aktier, totalt	55,2	+/-7
Räntebärande		
Sverige, nominella	13,7	+/-5
Europa	8,6	+/-5
Resten av världen	8,1	+/-5
Räntebärande, totalt	30,4	+/-7
Realränteobligationer	7,6	+/-4
Fastigheter	6,8	+/-4
Kassa	0,0	+4
Valuta		+/-20¹

¹ Kring referensportföljens valutahedgkvot för aktier.

AVKASTNING OCH RISK

Tabell 5

Aktiv avkastning per huvudtillgångsslag jan-dec 2002, %

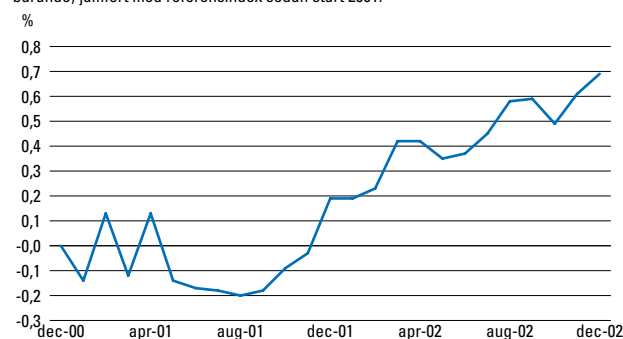
	Portfölj	Index	Aktiv
Aktier	-27,7	-28,8	1,1
Sverige	-33,9	-35,9	2,0
Europa	-32,6	-31,4	-1,2
Resten av världen	-32,9	-33,6	0,7
Räntebärande	5,2	6,0	-0,8
Sverige-nominella	7,6	8,5	-0,9
Sverige-reala	14,7	14,6	0,1
Resten av världen (inkl. Europa)	-1,2	-0,1	-1,1
Totalt (exklusive fastigheter)	-12,9	-13,5	0,6
Totalt	-12,4		

¹ Inkluderar även effekter av marknadsvärdesförändringar av valutaterminer som inte syns i nedanstående tillgångsklasser.

Tabell 6

Aktiv avkastning

AP3-portföljens ackumulerade avkastning för den likvida portföljen (aktier och räntebärande) jämfört med referensindex sedan start 2001.



AVKASTNING OCH RISK / FORTS

Tabell 7

Avkastning på totalportföljen jan-dec 2002

Internt och externt förvaltade medel

Allokeringarnivå	Beskrivning	Jämförelseindex	Förvaltad belopp 31/12 (Mdr kr)	Faktisk avkastning (%)	Index- avkastning (%)	Aktiv avkastning (%)
Taktisk tillgångsallokering, totalt				-13,8	-13,5	-0,3
varav	Allokering aktier mot räntebärande	AP3:s referensportfölj		-13,8	-13,5	-0,3
Aktier, totalt			676	-27,7	-28,8	1,1
varav	Sverige	SIXRX	19,4	-33,9	-35,9	2,0
	Europa	FTSE All-World Developed Europe	21,5	-32,6	-31,4	-1,2
	Resten av världen (USA, Japan, Asien)	En blandning av följande index: FTSE All-World North America FTSE All-World Developed Asia Pacific	26,7	-32,9	-33,6	0,7
Räntebärande, totalt			44,4	5,2	6,0	-0,8
varav	Sverige – nominella	En blandning av SHB:s och Merrill Lynchs index Merrill Lynch Index for Swedish Government Bonds Handelsbanken Swedish Mortgage Bond Index	15,1	7,6	8,5	-0,9
	Sverige – reala	Merrill Lynch Index for Swedish Inflation-Linked Government Bonds	9,8	14,7	14,6	0,1
	Resten av världen (Europa, USA, Japan)	En blandning av Merrill Lynchs index	19,5	-1,2	-0,1	-1,1
Total (ex fastigheter)			112,0	-12,9	-13,5	0,6
Fastigheter²		25% av AP fastigheter	8,2	-1,0		
Total (inkl fastigheter)			120,2	-12,4		

¹ Inkluderar även effekter av marknadsvärdesförändringar av valutaterminer som inte syns i nedanstående tillgångsslag.

² Observera att AP3s innehav av fastigheter (via aktier i fastighetsbolaget AP-fastigheter) i denna tabell redovisas i bruttoterm. Detta innebär att fonden värderar innehavet utifrån värdet på de fastigheter som bolaget äger och betraktar finansieringen separat. Finansieringen reducerar tillgångsslaget räntebärande Sverige, nominella.

Tabell 8

Avkastning och risk för totalportföljen (före kostnader exkl fastigheter)

	Sedan start 1 jan 2001			2002		
	Portfölj	Index	Aktiv ¹	Portfölj	Index	Aktiv ¹
Avkastning, %	-16,8	-17,5	0,7	-12,9	-13,5	0,6
Risk (standardavvikelse)	11,9	11,7	0,9	12,5	12,6	0,8
Riskjusterad avkastning:						
Informationskvot	0,8			0,7		
Sharpekvot	neg			neg		

¹ Tracking error.

VALUTAEXPONERING

Tabell 9

Valutaexponering per tillgångsslag, 2002-12-31

Valutaexponerade tillgångar per valuta, Mkr	EUR	GBP	JPY	USD	Övr	Totalt
Aktier och andelar	9 269	7 358	2 227	18 049	4 210	41 113
Exponering genom SEK-noterade bolag med utländsk hemvist	157	1 171	0	91	0	1 418
Obligationer och andra räntebärande värdepapper	7 841	10	3 552	6 495	0	17 899
Derivat	-7	32	-16	-170	-12	-172
Övriga placeringstillgångar	1 910	2 339	961	1 521	208	6 940
Valutaexponering, netto	19 170	10 910	6 726	25 986	4 406	67 198
Kurssäkring	-17 807	-7 899	-6 060	-21 671	-3 764	-57 201
Total valutaexponering	1 363	3 012	666	4 314	643	9 997

Valutaexponering per tillgångsslag, 2001-12-31

Valutaexponerade tillgångar per valuta, Mkr	EUR	GBP	JPY	USD	Övr	Totalt
Aktier och andelar	11 240	8 019	2 598	16 922	4 107	42 886
Exponering genom SEK-noterade bolag med utländsk hemvist	261	1 443	0	195	0	1 899
Obligationer och andra räntebärande värdepapper	12 007	1 701	3 834	7 498	0	25 040
Derivat	-60	0	-1	20	0	-41
Övriga placeringstillgångar	1 171	147	727	907	22	2 974
Valutaexponering, netto	24 619	11 310	7 158	25 542	4 129	72 758
Kurssäkring	-22 476	-8 169	-6 592	-21 753	-3 000	-61 990
Total valutaexponering	2 143	3 141	566	3 789	1 129	10 768

RÄNTEPORTFÖLJ

Tabell 10

Kreditstruktur

%	Portfölj	Index	Aktiv
Statsobligationer	51,4	61,8	-10,4
Bostadsobligationer och agencies	23,7	33,3	-9,6
Företagsobligationer	24,9	4,9	20,0
Total	100,0	100,0	0,0

Tabell 12

Genomsnittlig löptid (modifierad duration) per 2002-12-31 i ränteportföljen (inklusive externt förvaldade portföljer)

	Portfölj	Index	Aktiv
Sverige	3,3	3,5	-0,2
Euro-området	4,5	4,8	-0,3
Storbritannien	7,1	7,6	-0,5
USA	4,6	5,4	-0,8
Japan	6,0	6,2	-0,2
Realränteobligationer	10,6	10,4	0,2

Tabell 11

Fördelning per ratingkategori (S&P) i kreditportföljen 2002-12-31

	% av portfölj
Sverige	
AAA	0,0
AA	44,1
A	49,8
BBB	6,1
Totalt	100,0
Euro	
AAA	77,8
AA	22,2
A	0,0
BBB	0,0
Totalt	100,0
UK	
Portföljen innehöll inga kreditobligationer vid det aktuella datumet.	
USA	
AAA	4,6
AA	19,9
A	36,8
BBB	37,0
High-yield	1,7
Totalt	100,0
Japan	
Portföljen innehöll inga kreditobligationer vid det aktuella datumet.	
Totalt	
AAA	14,9
AA	32,2
A	36,8
BBB	15,5
High-yield	0,6
Totalt	100,0

INTERNT FÖRVALTAD AKTIEPORTFÖLJ

Tabell 13

Största innehav

Fem största aktieinnehaven i AP3s internt förvaltade aktieportföljer per 2002-12-31, Mkr

Sverige		Europa	
Hennes & Mauritz	1 470	BP	556
TeliaSonera	1 393	Vodafone Group	527
Ericsson	1 205	GlaxoSmithkline	431
Nordea	1 189	TotalFinaElf	408
AstraZeneca	1 171	Royal Dutch Petroleum	406

Tabell 14

Största aktiva positioner

Den mest relevanta bilden av profilen på AP3s aktieportföljer får man genom att titta på de bolag vi överviktat respektive underviktat i förhållande till bolagets vikt i index. Nedan redovisas de största avvikelserna från index i AP3s internt förvaltade aktieportföljer per 2002-12-31.

Störst övervikt				Störst övervikt			
Bolag, %	Aktiv vikt	Indexvikt	Portföljvikt	Bolag, %	Aktiv vikt	Indexvikt	Portföljvikt
Sverige				Europa			
Cardo	2,5	0,3	2,8	BHP Billiton	1,2	0,3	1,5
Höganäs	1,8	0,3	2,1	Aventis	0,9	1,0	1,9
SKF	1,5	1,4	2,9	Tesco	0,7	0,5	1,3
Munters	1,5	0,3	1,8	SKF	0,7	0,1	0,8
Svenska Handelsbanken	1,3	4,4	5,7	Reed Elsevier	0,7	0,5	1,1
Störst undervikt				Störst undervikt			
Bolag, %	Aktiv vikt	Indexvikt	Portföljvikt	Bolag, %	Aktiv vikt	Indexvikt	Portföljvikt
Sverige				Europa			
Scania	-1,7	1,8	0,1	Daimlerchrysler	-0,6	0,7	0,2
Sandvik	-1,7	2,7	1,0	Anglo American	-0,5	0,5	0,0
Stora Enso	-1,2	1,2	0,0	Rio Tinto	-0,5	0,5	0,0
Holmen	-0,9	0,9	0,0	Danone	-0,5	0,5	0,0
Industrivärden	-0,9	1,0	0,2	British American Tobacco	-0,4	0,4	0,0

EXTERN FÖRVALTNING

Tabell 15

Förvaltningsstruktur 2002-12-31

	Intern/extern	Förvaltad belopp, Mdr kr	Andel av totalportföljen, %
Aktiv förvaltning		89,6	80,0
varav	Intern	80,2	71,6
	Extern	9,4	8,4
Passiv förvaltning		17,0	15,2
varav	Intern	0,0	0,0
	Extern	17,0	15,2
Semipassiv förvaltning		5,4	4,8
varav	Intern	0,0	0,0
	Extern	5,4	4,8
Total*		112,0	100

* Exklusive värdet av AP3s innehav i fastigheter.

Tabell 16

Avkastning på externt förvaltade medel helåret 2002

Tillgångsslag	Typ av förvaltning	Region	Jämförelseindex	Förvaltare	Förvaltad belopp, Mdr kr 31/12	Portfölj-avkastning, %	Index avkastning, %	Aktiv avkastning, %	Kommentar
Aktier	Passiv								
		Nordamerika	FTSE All-World North America	Merrill Lynch	12,4	-35,2	-35,2	0,0	
		Europa	FTSE All-World Developed Europe	State Street	4,6	-31,7	-31,4	-0,3	
		Stillahavsasien	FTSE All-World Developed Asia Pacific	State Street	0 0 (0.6 31/7)				Avslutat 31/7 2002
	Semipassiv								
		Nordamerika	FTSE North America	Merrill Lynch	5,4	-10,4	-10,3	-0,1	
	Aktiv								
		Japan	FTSE Japan	Capital	1,1	-16,9	-17,5	0,6	Start 1/8 2002
		Japan	FTSE Japan	Schroders	1,1	-15,7	-17,6	1,8	Start 31/7 2002
		Stillahavsasien	FTSE Asia Pacific	JP Morgan	0,9	-9,2	-10,7	1,5	Start 31/7 2002
Räntebärande	Passiv								
		Brittiska pund (GBP)	Merrill Lynch Sterling Corporate	State Street	0 (1.7 30/4)				Avslutat 1/5 2002
		US-dollar (USD)	Merrill Lynch USD Corporate Large Cap	State Street	0 (6.4 31/5)				Avslutat 31/5 2002
	Aktiv								
		US-dollar (USD)	Merrill Lynch USD Corporate Large Cap	Prudential	6,3	-2,4	-3,2	0,8	Start 31/5 2002

Tabell 17

Investeringar i onoterade aktier¹

AP3 hade per 2002-12-31 gjort följande investeringar respektive investeringsåtaganden i onoterade aktier via riskkapitalbolag och fonder

Fond/riskkapitalbolag	Valuta	Investerat belopp, milj	Totalt åtagande
Swedestart Tech	SEK	20	80
Swedestart Life Science	SEK	11	50
GS Vintage II	USD	3	25
HIPEP IV – European Venture Fund	EUR	1	20
Litorina Kaptial II	SEK	16	150
EQT Scandinavia I	SEK	155	180
Legal General Venture 2	GBP	4	7
Candover 2001 Fund	EUR	4	25
Vision Capital III	USD	1	10
PETP III (Adveq)	USD	3	20
Warburg Pincus VIII	USD	8	35
Bure – InnKap 1	SEK	52	60
Bure – InnKap 2	SEK	57	75
Carnegie BiotechBridge Fund	EUR	5	5
Legal General Venture 3	GBP	0	5
CapMan Equity VII	EUR	4	20
IT Provider IV	SEK	0	200

¹ Av AP3 de facto investerat belopp med undantag för de investeringsåtaganden som förvärvats på andrahandsmarknaden. I dessa fall avses totalt investerat belopp under investeringsåtagandets hela löptid, dvs belopp investerade av såväl AP3 som tidigare ägare.

Resultat- och balansräkning

Resultaträkning

Mkr		2002	2001
Rörelsens intäkter			
Erhållna utdelningar		1 547	1 104
Räntenetto	Not 11	3 169	3 219
Realisationsresultat netto	Not 12	-6 899	-2 263
Valutakursresultat netto		-1 322	827
Orealiserade värdeförändringar	Not 13	-13 832	-8 551
Summa rörelsens intäkter		-17 337	-5 664
Rörelsens kostnader			
Externa förvaltningskostnader	Not 14	-46	-5
Personalkostnader	Not 15	-71	-51
Övriga förvaltningskostnader	Not 16	-60	-54
Summa rörelsens kostnader		-177	-110
RESULTAT		-17 514	-5 774

Balansräkning

Mkr		2002-12-31	2001-12-31
TILLGÅNGAR			
Placeringstillgångar			
Aktier och andelar;			
Noterade	Not 2	60 159	65 947
Onoterade	Not 2	4 157	3 809
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	Not 3	50 744	57 075
Derivat	Not 4	1 602	1 372
Summa placeringstillgångar		116 662	128 203
Fordringar och andra tillgångar			
Kassa och bankmedel		2 969	3 190
Övriga tillgångar	Not 5	58	14
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	Not 6	853	1 365
Summa fordringar och andra tillgångar		3 880	4 569
SUMMA TILLGÅNGAR		120 542	132 772
FONDKAPITAL OCH SKULDER			
Fondkapital			
Ingående fondkapital		132 724	133 975
Nettobetaling mot pensionssystemet	Not 7	1 984	3 062
Överfört från särskild förvaltning samt avvecklingsfond	Not 7	3 017	1 461
Årets resultat		-17 514	-5 774
Summa fondkapital		120 211	132 724
Skulder			
Derivat	Not 4	194	11
Övriga skulder	Not 8	92	17
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	Not 9	45	20
Summa skulder		331	48
SUMMA FONDKAPITAL OCH SKULDER		120 542	132 772
POSTER INOM LINJEN	Not 10		

Redovisningsprinciper och noter

NOT 1 Redovisnings- och värderingsprinciper

Enligt "Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder" skall årsredovisningen upprättas med tillämpning av god redovisningssed. Buffertfonderna har, utifrån gällande föreskrifter för jämförbara finansiella företag, utarbetat gemensamma redovisnings- och värderingsprinciper vilka har tillämpats.

Affärsdagsredovisning

Transaktioner på penning- och obligationsmarknaden, aktiemarknaden och valutamarknaden redovisas i balansräkningen per affärsdagen, det vill säga vid den tidpunkt då de väsentliga rättigheterna och därmed riskerna övergår mellan parterna. Fordran på eller skulder till motparten mellan affärsdag och likviddag redovisas brutto under övriga tillgångar respektive övriga skulder.

Utländsk valuta

Tillgångar och skulder i utländsk valuta värderas till balansdagens valutakurser. Värdeförändringar på tillgångar och skulder i utländsk valuta uppdelas i en del som är hänförlig till värdeförändringen av tillgången eller skulden och en del som är orsakad av valutakursförändringen. Både realiserade och orealiserade värdeförändringar till följd av förändring i valutakurser redovisas i resultaträkningen under valutakursresultat, netto.

Aktier och andelar

Aktier och andelar värderas till verkligt värde. För aktier noterade på en auktoriserad börs används i första hand den senaste betalkursen i lokal valuta under årets sista handelsdag, i andra hand den senaste köpkursen. Aktierna redovisas under den marknadsplats där de har förvärvats. Onoterade innehav med undantag för svenska onoterade fastighetsbolag, värderas enligt EVCA:s principer. Dessa innebär att innehav normalt värderas till anskaffningsvärde under de första 12 månaderna, därefter sker värdering till ett försiktigt uppskattat verkligt värde. Verkligt värde skall i första hand vara baserat på transaktioner med tredje part, men även andra värderingsmetoder kan vissa fall användas. Värdering av innehav i svenska onoterade fastighetsbolag baseras på marknadsvärdering av bolagets fastighetsinnehav vid utgången av året.

Vid beräkning av realisationsvinster och realisationsförluster har genomsnittsmetoden använts.

Obligationer och andra räntebärande värdepapper

Obligationer och andra räntebärande tillgångar värderas till verkligt värde. Marknadsvärden för räntebärande värdepapper bestäms i första hand av senaste köpkurs under årets sista handelsdag, i andra hand av köpkursen dagen innan.

Över- och underkurser är inte periodiserade över löptiden.

Ränteintäkterna i perioden utgörs uteslutande av erhållna och upplupna kupongräntor.

Vid beräkning av realisationsresultat används genomsnittsmetoden.

Återköpstransaktioner

Vid äkta återköpstransaktioner, så kallad repa, redovisas tillgången fortsatt i balansräkningen och erhållen likvid redovisas som skuld. Det sålda värdepapperet redovisas som ställd pant inom linjen i balansräkningen. Skillnaden mellan likvid i avistaledet och terminsledet periodiseras över löptiden och redovisas som ränta.

Derivatinstrument

Derivatinstrument värderas till verkligt värde. Derivattransaktioner med positivt marknadsvärde per balansdagen redovisas som placeringstillgångar medan transaktioner med negativt marknadsvärde redovisas som skulder. Skillnaden mellan terminkurs och avistakurs för valutaterminer periodiseras ej över terminskontraktets löptid.

Värdepapperslån

Utlånade värdepapper redovisas fortsatt i balansräkningen samt tas upp som ställd pant inom linjen. Erhållna och upplupna premier redovisas som ränteintäkt.

Inventarier

Investeringar i inventarier, egenutvecklad och förvärvad programvara kostnadsförs löpande.

Poster som redovisas direkt mot fondkapitalet

In- och utbetalningar som har skett mot pensionssystemet samt överföringar från den särskilda förvaltningen respektive avvecklingsfonden, som de fyra buffertfonderna äger gemensamt, redovisas direkt mot fondkapitalet.

Inkomstskatter

AP-fonderna är befriade från all inkomstskatt vid placeringar i Sverige. Vid placeringar utanför Sverige varierar skattskyldigheten från land till land.

NOT 2 Aktier och andelar

Noterade aktier och andelar

Mkr	2002-12-31		2001-12-31	
	Verkligt värde	Anskaffningsvärde	Verkligt värde	Anskaffningsvärde
Svenska aktier	19 203	29 305	23 045	25 762
Utländska aktier	40 948	59 117	42 898	45 893
Svenska sammansatta instrument	8	6	4	2
Totalt aktier	60 159	88 428	65 947	71 657

Onoterade aktier och intressebolag

Namn	Organisationsnummer	Antal	Ägarandel kapital	Ägarandel röster	Anskaffningsvärde	
					2002-12-31	2001-12-31
Intressebolag						
AP Fastigheter	556061-4603	10 000 000	25%	25%	3 660	3 660
Totalt intressebolag		10 000 000			3 660	3 660

Övriga onoterade

Svenska aktier och andelar

Swedestart Life Science	969675-2337		11%		10	4
Swedestart Tech	969674-7725		11%		18	10
Litorina Kapital 2001	969682-2718		33% ¹		12	0
Innkap 1 – Bure	556541-0056		26%		97	0
Innkap 2 – Bure	969661-4735		22%		34	0
ES I Holding KB (EQT Scandinavia I)	969677-7037		6%		129	0
Totalt svenska aktier och andelar					300	14

NOT 2 Aktier och andelar / Forts

Mkr			Ägarandel	Ägarandel	Anskaffningsvärde	Anskaffningsvärde
Namn	Organisationsnummer	Antal	Kapital	Röster	2002-12-31	2001-12-31
<i>Utländska aktier och andelar</i>						
EUR						
HIPEP IV – European Venture Partnership			19%		10	6
Carnegie BiotechBridge Fund			31% ¹		45	0
Candover 2001 Fund			1%		35	0
Cap man Equity VII B			8%		34	0
GBP						
LGV 2 Private Equity Fund			5%		59	0
LGV 3 Private Equity Fund			3%		0	0
USD						
GS Vintage Fund II			2%		26	0
Private Equity Technology Partners III			10%		30	0
Vision Capital III			19%		8	0
Warburg Pincus Private Equity VIII			1%		80	0
<i>Totalt utländska aktier och andelar</i>					<i>327</i>	<i>6</i>
Totalt övriga onoterade					627	20
Summa aktier och intressebolag		10 000 000			4 287	3 680
Totalt marknadsvärde					4 157	3,809

¹ Då det fortfarande är möjligt att göra investeringsåtaganden till fonden förväntas AP3s redovisade andel att minska till under 30%.

I tabell på sid 26 finns en lista över de fem största aktieinnehaven i fondens internt förvaltade aktieportföljer.

NOT 3 Obligationer och andra räntebärande tillgångar

Obligationer samt andra räntebärande värdepapper fördelade på emittentkategori

Mkr	2002-12-31	2002-12-31	2001-12-31	2001-12-31
	Verkligt värde	Anskaffningsvärde	Verkligt värde	Anskaffningsvärde
Svenska staten	16 899	15 783	20 945	21 072
Svenska kommuner	1	1	65	66
Svenska bostadsinstitut	6 157	6 043	7 526	7 569
Övriga svenska emittenter				
Finansiella företag	410	395	326	326
Icke-finansiella företag	2 791	2 713	1 810	1 806
Utländska stater	8 068	8 487	14 896	15 108
Övriga utländska emittenter	16 418	16 531	11 507	11 632
Totalt	50 744	49 953	57 075	57 579

Obligationer samt andra räntebärande värdepapper fördelade på instrumenttyp

Mkr	2002-12-31	2002-12-31	2001-12-31	2001-12-31
	Verkligt värde	Anskaffningsvärde	Verkligt värde	Anskaffningsvärde
Realränteobligationer	9 734	8 756	9 483	9 297
Övriga obligationer	34 600	34 787	46 705	47 395
Statsskuldväxlar	—	—	—	—
Certifikat	—	—	—	—
Övriga instrument	6 410	6 410	887	887
Totalt	50 744	49 953	57 075	57 579

NOT 4 Derivat

Mkr		Nominellt	Positivt	Negativt
			Verkligt värde	Verkligt värde
Aktierelaterade instrument				
Optioner	Innehavd	—	—	—
	Utställd	44	0	—
FRA/Terminer	Kort	—	—	—
	Lång	5 977	2	167
Swappar		—	—	—
Totalt		6 021	2	167
Varav clearat		5 977		
Ränterelaterade instrument				
Optioner	Innehavd	—	—	—
	Utställd	—	—	—
FRA/Terminer	Kort	6 198	—	—
	Lång	7 056	66	79
Swappar		—	0	0
Totalt		13 254	66	79
Varav clearat		13 254		
Valutarelaterade instrument				
Optioner	Innehavd	—	—	—
	Utställd	—	—	—
FRA/Terminer		59 022	1 781	194
Swappar		—	0	0
Totalt		59 022	1 781	194
Varav clearat		—		

Derivat får enligt fondens placeringsregler användas främst i syfte att effektivisera förvaltningen eller minska risken.

Huvudsakliga användningen för de instrument där fonden har största exponering är:

- Aktieterminer: dessa används främst för taktisk tillgångsallokering, inklusive regional allokering mellan aktieklasserna.
- Ränteterminer: dessa används för regional allokering mellan tillgångsklasserna men även för hantering av fondens ränterisk, inklusive fondens exponering för kreditspreadrisk mellan stats- och swapkurvorna.
- Valutaderivat: dessa används för att hantera fondens valutaexponering (valutahedgekvoten)

Riskerna kopplade med derivatinstrument följs regelbundet, för en närmare beskrivning hänvisas till fondens riskhanteringsplan.

NOT 5 Övriga tillgångar

Mkr	2002-12-31	2001-12-31
Fondlikvider	38	0
Restitutioner	15	13
Övriga kortfristiga fordringar	5	1
Totalt	58	14

NOT 6 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

Mkr	2002-12-31	2001-12-31
Upplupna ränteintäkter	826	1 351
Upplupna utdelningar	23	10
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	4	4
Totalt	853	1 365

NOT 7 Fondkapital

Mkr	2002-12-31	2001-12-31
Nettobetalingar mot pensionssystemet		
Erhållna ålderspensionsavgifter från RFV	40 186	39 202
Utbetalda tilläggsavgifter till RFV	-37 939	-35 891
Administrationsersättning till RFV	-263	-249
Totalt	1 984	3 062
Överfört från särskilda förvaltningarna		
Första AP-fondens avvecklingsfond	3 017	1 408
Fjärde AP-fondens särskilda förvaltning	0	53
Totalt	3 017	1 461

Årsredovisningar över Första AP-fondens avvecklingsfond respektive Fjärde AP-fondens särskilda förvaltning kan rekvideras från respektive AP-fond.

NOT 8 Övriga skulder

Mkr	2002-12-31	2001-12-31
Leverantörsskulder	3	14
Fondlikvider	86	1
Löneskatter	2	1
Personalens källskatter	1	1
Övriga skulder	0	0
Totalt	92	17

NOT 9 Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader

Mkr	2002-12-31	2001-12-31
Upplupna externa förvaltningskostnader	12	0
Övriga upplupna kostnader	12	11
Rörlig lön inkl sociala avgifter	21	9
Totalt	45	20

NOT 10 Poster inom linjen

Panter och därmed jämförliga säkerheter ställda för egna skulder

Mkr	2002	2001
Panter för återköpstransaktioner	1 008	1 229
Utlånade värdepapper för vilka säkerheter erhållits		
Utlånade värdepapper	3 667	9 182
Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper	3 994	11 182

Övriga panter och jämförliga säkerheter

Mkr	Nominellt belopp	Nominellt belopp
För derivathandel	1 201	837

Åtaganden

Mkr	Totalt åtagande	Investerat to m 02-12-31	Totalt åtagande	Investerat to m 01-12-31
Private equity	2 388	631	729	20

NOT 11 Räntenetto

Mkr	2002	2001
Ränteintäkter		
Obligationer och andra räntebärande värdepapper	3 062	3 101
Övriga ränteintäkter	107	118
Totalt	3 169	3 219
Räntekostnader		
Övriga räntekostnader	0	0
Totalt	0	0
Räntenetto	3 169	3 219

NOT 12 Realisationsresultat, netto

Mkr	2002	2001
Realisationsresultat, netto per grupp		
Aktier och andelar	-5 412	-1 954
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	-226	-70
Derivat	-1 261	-242
Övriga placeringstillgångar	0	3
Totalt, netto	-6 899	-2 263

NOT 13 Orealiserad värdeförändring

Mkr	2002	2001
Orealiserade värdeförändringar, netto		
Aktier och andelar	-16 032	-8 106
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	2 494	-434
Derivat	-294	-11
Totalt, netto	-13 832	-8 551

NOT 14 Externa förvaltningskostnader

Externa förvaltningskostnader avser arvoden till externa förvaltare med diskretionära förvaltningsuppdrag av såväl noterade som onoterade tillgångar samt förvaltningsavgifter avseende noterade värdepappersfonder.

Tredje AP-fondens externa förvaltningsuppdrag redovisas på sid 19 samt i not 2, onoterade värdepapper.

NOT 15 Personalkostnader

Tkr	2002		2001	
	totalt	varav kvinnor	totalt	varav kvinnor
Medelantal anställda	39	11	34	11
Anställda 31/12	41	12	38	12
Antal i ledningsgruppen 31/12	8	1		
Lön och arvoden				
Styrelseordförande	100		100	
VD	2 289		1 927	
Styrelse exkl ordförande	425		404	
Ledningsgruppen exkl VD	7 355			
Övriga anställda	20 111		22 738	
Lön och arvoden, total	30 280		25 169	
Reserverat för rörlig ersättning				
VD	1 124		560	
Ledningsgruppen exkl VD	5 191			
Övriga anställda	8 929		6 178	
Rörlig lön, total	15 244		6 738	
Ersättning till styrelseledamöter utöver styrelsearvode	14			
Pensionskostnader				
VD	685		506	
Ledningsgruppen exkl VD	1 617			
Övriga anställda	3 649		4 240	
Pensionskostnader, total	5 951		4 746	
Sociala kostnader				
Styrelseordförande	33		33	
VD	1 286		939	
Styrelsen exkl ordförande	144		133	
Ledningsgruppen exkl VD	4 510		0	
Övriga anställda	10 334		10 658	
Sociala kostnader, total	16 307		11 762	
Övriga personalkostnader	3 537		2 453	
Personalkostnader, total	71 333		50 868	

Styrelse

Styrelsearvodena fastställs av regeringen. Arvodena framgår av tabellen ovan. Styrelseledamoten Christina Liffner har under året fått ersättning utöver styrelsearvodet avseende ett konsultuppdrag för fonden.

Ersättningskommitté

Ersättningskommittén utses av styrelsen och består av ordförande samt ytterligare två personer ur styrelsen. Ersättningskommitténs huvuduppgifter är att på styrelsens vägnar bereda frågor om lön och andra ersättningar till fondens VD samt hantera de frågor som enligt bonussystemet ankommer på kommittén.

VD

Verkställande direktörens anställningsavtal gällande från och med 1 januari, 2002 innebär att lön utgår med 190 tkr per månad samt att premie för tjänstepensions- och sjukförsäkring uppgår till 30 procent av bruttolönen exklusive bonus. VDs rätt till rörlig lön (bonus) beskrivs nedan. Uppsägningstid för VD är sex månader från respektive sida. Något avtal om avgångsvederlag finns ej. Ej heller finns något avtal om förtida pension. I 2001 års bokslut reserverades 560 tkr för bonus till VD. Utfallet blev 544 tkr vilket VD enligt avtal med fonden använt för att teckna en kompletterande pensionsförsäkring.

Ledningsgrupp

Under 2002 bildades en ledningsgrupp bestående av åtta medarbetare. Ersättningar till dessa (exklusive VD) framgår av tabellen ovan. Fonden tillämpar kollektivavtalet mellan BAO och JUSEK/CR/CF (SACO). Några särskilda avtal utöver detta avseende uppsägningstid, avgångsvederlag eller förtida pension finns ej.

Personal

Antal anställda framgår av tabellen ovan. Ytterligare en person är kontrakterad och börjar sin anställning under februari månad 2003.

Sjukfrånvaro

Totala sjukfrånvaron har under 2002 varit 0,8% uppdelat på 0,5% för män och 1,5% för de kvinnliga anställda. Ingen anställd har varit sjuk mer än 60 dagar i sträck.

Rörlig lön

Under 2002 har samtliga anställda, med undantag av fondens Compliance Officer och VD, omfattats av ett system för rörlig lön (bonus). Systemet består av två delar; en kortsiktig del som baseras på utfallet av förvaltningen för 2002 och en långsiktig del som baseras på utfallet för förvaltningen för åren 2002–2004. Den kortsiktiga delen kan ge 0–8 månadslöner, beroende på den anställdes befattning och bidrag till utfallet för förvaltningen. I den långsiktiga delen uppmärksammas upp till tio medarbetare som genom exceptionella insatser bidragit till det förvaltningsutfall som uppnåtts. Måxbeloppet är sex månadslöner.

Bonussystemets huvudkriterier utgår från tre olika mått på risk och avkastning: 1) informationskvot i förhållande till övriga buffertfonder 2) aktiv avkastning 3) informationskvot. Avkastningsberäkningarna görs av Deloitte & Touche och ska bekräftas av fondens revisorer. Bonus per individ fastställs av styrelsens ersättningskommitté på ett underlag som VD presenterar. Den kortsiktiga bonusdelen utbetalas i mars följande år. Den långsiktiga delen utbetalas efter tre år.

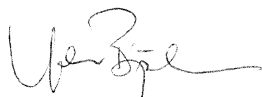
VD omfattas av särskilda bonusregler som innebär att 0–6 månadslöner kan erhållas. Nivån på utbetalningen avgörs av hur väl fonden uppfyller de huvudkriterier som gäller i det bonussystem som omfattar övriga anställda.

Posten "rörlig lön" avser nettot av bonusreservering för 2002 och återföring av överskjutande del av avsättning för bonus 2001. Den exakta bonusen för 2002 kan inte fastställas förrän förvaltningsutfall för övriga buffertfonder samt utfall för perioden 2002–2004 föreligger. AP3s bonusregler återfinns i sin helhet på www.ap3.se.

NOT 16 Ersättningar till revisionsbolag

Tkr	2002	2001
Revision		
Öhrlings PricewaterhouseCoopers AB	904	702
KPMG Bohllins AB	118	96
Konsultuppdrag		
Öhrlings PricewaterhouseCoopers AB	425	1 210
Totalt ersättningar till revisionsbolag	1 447	2 008

Stockholm den 11 februari 2003



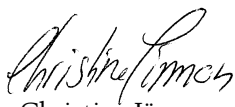
Johan Björkman
Ordförande



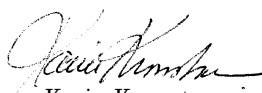
Rolf Andersson
Vice ordförande



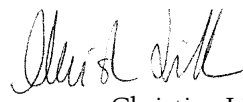
Dan Andersson



Christine Jönsson



Karin Kronstam



Christina Liffner



Harriet Piscator



Christer Romilson



Dag Schlin



Tomas Nicolin
Verkställande direktör

Revisionsberättelse

Org nr 802014-4120

Vi har granskat årsredovisningen och bokföringen samt styrelsens förvaltning i Tredje AP-fonden för år 2002. Det är styrelsen som har ansvaret för räkenskapshandlingarna och förvaltningen. Vårt ansvar är att uttala oss om årsredovisningen och förvaltningen på grundval av vår revision.

Revisionen har utförts i enlighet med god revisions-sed i Sverige. Det innebär att vi planerat och genomfört revisionen för att i rimlig grad försäkra oss om att årsredovisningen inte innehåller väsentliga fel. En revision innefattar att granska ett urval av underlagen för belopp och annan information i räkenskapshandlingarna. I en revision ingår också att pröva redovisningsprinciperna och styrelsens tillämpning av dem samt att bedöma den

samlade informationen i årsredovisningen. Vi anser att vår revision ger oss rimlig grund för våra uttalanden nedan.

Årsredovisningen har upprättats i enlighet med lagen om allmänna pensionsfonder och ger därmed en rättvisande bild av Tredje AP-fondens resultat och ställning i enlighet med god redovisningssed i Sverige.

Revisionen har icke givit anledning till anmärkning beträffande årsredovisningen, de i densamma upptagna resultat- och balansräkningarna, bokföringen eller inventeringen av tillgångarna eller i övrigt mot förvaltningen.

Vi tillstyrker att resultaträkningen och balansräkningen fastställs.

Stockholm den 12 februari 2003



Anna Hesselman
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen



Anders Bäckström
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Temaartikel

Kännetecknas utvecklingen av finansiella priser av återgång till medelvärden?



Bengt Hansson
chefekonom

Inom den akademiska forskningen finns en framväxande litteratur som tyder på att avkastningen på tillgångar på medellång sikt till viss del kan

förutsägas genom tendensen till "mean reversion", det vill säga observationen att finansiella priser tenderar att återgå till långsiktiga medelvärden. I denna artikel ges en översikt av denna litteratur.

Fjölåret 2002 var det tredje året i rad med negativ utveckling på de internationella aktiemarknaderna. Under de senaste tre åren har den reala avkastningen på den svenska börsen varit hela -54 procent. Vi får gå tillbaka till åren 1930-32 för att hitta en period med lika dålig avkastning. Kapitalförluster av denna storleksordning tar lång tid att återvinna, men är sannolikt ett pris som långsiktiga placerare – exempelvis pensionsfonder – då och då får betala, för att långsiktigt erhålla en tillräckligt hög kapitalavkastning på sina portföljer.

Jämfört med övriga tillgångsslag, uppvisar aktier en hög, men volatil avkastning. På den svenska aktiemarknaden har den genomsnittliga (geometriska) avkastningen sedan 1919 varit reallt 6,3 procent per år, men av statistiken att döma bör vi förvänta oss negativ avkastning ungefär vart tredje till vart fjärde år. Vad avkastningen blir på ett års sikt är i stort sett omöjligt att säga då standardavvikelsen är så stor som 22 procent.

Å andra sidan har nedgången på aktiemarknaderna och den svaga konjunkturen inneburit lägre räntor och värdestegringen på obligationer har till betydande del kompenenserat för den negativa avkastningen på aktier. Avkastningen på obligationer har varit rekordhög under den senaste tioårsperioden som reallt i genomsnitt har avkastat drygt 10 procent per år sedan 1990. År 2002 var avkastningen 5 procent.

Den akademiska forskningen på området för prissättning av finansiella tillgångar har länge dominerats av tankar om effektiva marknader, där all information finns inbakad i priserna och att avkastningen på tillgångar, i statistisk mening, bäst kan karaktäriseras som helt slumpmässig, en så kallad "random walk". Successivt under 80- och 90-talet har det dock vuxit fram en litteratur som visar på att avkastningen på tillgångar till viss del är förutsägbar sett över längre tidsperioder, under förutsättning att ekonomin initialt inte är i jämvikt. Det tycks vara så att tillgångspriser och avkastningen på dessa tillgångar innehåller tillfälliga komponenter och att vi över tiden kan observera "återvändning till långsiktiga medelvärden" (mean reversion). I synnerhet på amerikanska data har det visat sig att riskpremiem, överavkastningen på aktier jämfört med stats-

skuldväxlar, varierar över tiden och till viss del är förutsägbar, med direktavkastning och PE-tal som grund.

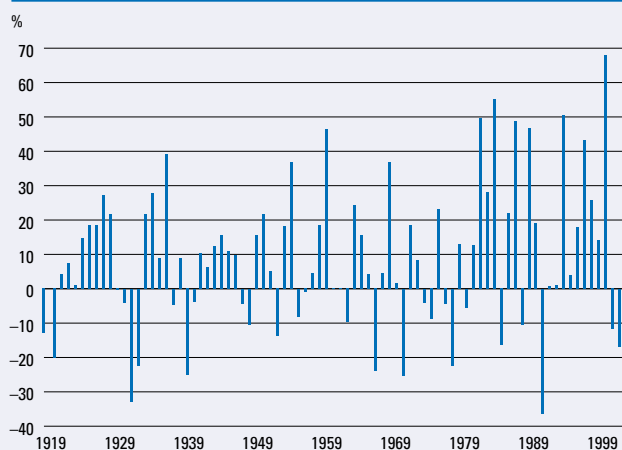
Denna artikel består av två delar. I den första diskuterar vi de möjligheter och svårigheter som är förknippade med att söka utnyttja tendensen till "mean reversion", för att identifiera felprissättningar på de finansiella marknaderna. I den andra delen gör vi ett försök att tillämpa dessa teorier för att bedöma om aktiemarknaden i nuläget kan anses korrekt värderad.

Avkastningen på kort och lång sikt

Avkastningen på aktier överträffar markant avkastningen på statsskuldväxlar och obligationer över tiden. Trots börsnedgången på drygt 60 procent sedan toppen 2000, har den årliga reala (aritmetiska) avkastningen på aktier i Sverige mellan december 1919 och oktober 2002 varit 8,5 procent i genomsnitt. Under samma period har den reala årliga avkastningen på växlar och obligationer varit 2,6 respektive 4,0 procent.^{1,2} Meravkastningen på aktier relativt säkra statspapper är ett mått på kompenationen för risk, den så kallade riskpremiem.

Avkastningen på aktier varierar kraftigt på kort sikt. Den högsta avkastningen på svenska aktier på 68 procent kan vi observera 1999 och den lägsta avkastningen på -37 procent, noterades i fjol. Åren 1931 och 1990 är andra exempel på år med nästan lika dålig avkastning som i fjol, -33 respektive -36 procent. (Figur 1.) Med utgångspunkt från historiska data, med en standardavvikelse på 22 procent, ska vi sett över en 100-årsperiod förvänta oss cirka fyra år med ett sämre utfall än -30 pro-

Figur 1
Real årlig avkastning på svenska aktier 1919-2002



1 Källa: Frennberg, Per och Björn Hansson, 1992, "Computation of a monthly index for Swedish stock returns: 1919-1989, Scandinavian Economic History Review XL, 1, 3-27. Uppdaterade data från Björn Hansson och egna beräkningar.

2 Det aritmetiska medelvärdet är 8,5 procent, medan det geometriska medelvärdet är 6,3 procent under samma period. Skillnaden beror på att det aritmetiska medelvärdet beräknas som genomsnittet av de årliga förändringarna, medan det geometriska medelvärdet avser hela tidsperioden, det vill säga en konstant årlig ökningstakt. Båda måtten har sitt intresse. Det aritmetiska medelvärdet är relevant om vi är intresserade av årliga förändringar och risk. Om vi däremot primärt är intresserade av att uppskatta portföljens värde på lång sikt, är det geometriska medelvärdet ett bättre mått att använda.

cent. Samma underlag säger oss också att avkastningen kan förväntas vara negativ ungefär vart tredje år.

Aktier är riskfyllda investeringar och vill vi ha hög avkastning på vår portfölj måste vi också acceptera den högre risk som aktier för med sig. En genomsnittligt hög avkastning kan endast uppnås om vi är beredda på att avkastningen på portföljen kan bli kraftigt negativ under enskilda år. Vi måste också skilja på avkastningen ex ante och ex post, det vill säga skilja på förväntat och faktiskt utfall.

Den allmänna uppfattningen bland ekonomer är att marknaderna i stort sett är effektiva och att det främst är överraskningar, nyheter om framtida utdelningar och vinster som driver aktiepriserna. Slutsatsen är att avkastningen på finansiella tillgångar (särskilt på kort sikt) bäst beskrivs som en "random walk" och att den därför inte kan prognostiseras. Under en period kan avkastningen vara låg och under en annan hög, men den förväntade avkastningen på lång sikt är ungefär densamma. Att avkastningen var liten eller stor i fjol betyder inget för avkastningen i år.

Problemet med modellen för effektiva marknader är emellertid att aktiepriserna varierar mycket mera än vad som kan förklaras med den begränsade variationen i de olika måtten på förväntade framtida utdelningar. Successivt under 80- och 90-talen har dock en litteratur vuxit fram som pekar på, under förutsättning att vi kan identifiera temporära obalanser, att det på lång sikt går att i viss utsträckning förutsäga om avkastningen kan tänkas bli större eller mindre än normalt.³

Anpassning via priset

Vad avkastningen på aktier beträffar så tar denna litteratur främst fasta på siffror över aktiepriserna i relation till utdelningar, vinster, eller börsvärden som andel av BNP. Det som gör att avkastningen går att prognostisera är att dessa nyckeltal vid avvikelser från det långsiktiga medelvärdet, visar på återgång till medelvärdet genom att i första hand priserna anpassas och inte utdelningarna eller vinsterna.

Rent allmänt gäller att ett högt aktiepris kan förklaras av antingen höga förväntade utdelningar i framtiden eller av en låg avkastning (ett lågt avkastningskrav) i framtiden. För givna framtida utdelningar gäller ett omvänt förhållande mellan priset på aktier och den framtida avkastningen. Det är därför en avgörande skillnad mellan om anpassningen av nyckeltalen tillbaka till långsiktiga medelvärden sker genom att vinster och utdelningar anpassas eller genom att aktiepriserna anpassas.

Det faktum att avkastningen på tillgångar till viss del kan förutsägas gör att den förväntade avkastningen inte fullt ut är en så kallad "random walk", utan att den kan förklaras av olika tillståndsvariabler som PE-tal och direktavkastning. Enligt litteraturen om att aktieavkastningen till viss del är prognostiserbar så är höga PE-tal

eller låga direktavkastningstal indikationer på en låg framtida aktieavkastning.

John Cochrane (1994) noterar att utdelningstillväxten i stort sett är slumpmässig och icke förutsägbar, men att direktavkastningen är en stationär variabel som visar på återgång till det långsiktiga medelvärdet.⁴ I en VAR (Vector-autoregression)-modell med utdelningstillväxten och logaritmen av aktiepriset som beroende variabler, visar Cochrane att direktavkastningen förklarar avkastningen på aktier mycket bättre än utdelningstillväxten. Det är med andra ord priset och inte utdelningarna som anpassas så att vi får återgång till medelvärdet. Med ett års horisont förklarar modellen 14 procent av variationen i avkastningen. Det mesta av förklaringsvärdet står dock att finna på lång sikt, med en horisont på sju år förklarar modellen 24 procent av variationen i avkastningen därefter, sett över tidshorisonter längre än sju år, klingar förklaringsvärdet successivt av. Genomgående för modeller av denna typ är att förklaringsvärdet är litet på kort sikt, men relativt stort sett över en hel konjunkturcykel, för att därefter klinga av.

I Cochrane (1999), redovisas resultaten av en enkel ekonometrisk beräkning med minstakvadratmetoden, där direktavkastningen förklarar 17 procent av meravkastningen mellan aktier och statsskuldsväxlar på ett års sikt, men mer än hälften eller 59 procent av variationen i meravkastningen på aktier med en horisont på 5 år.⁵ Cochrane, som är verksam i Chicago, gör följande liknelse: "Vi vet att temperaturen stiger med ungefär en tredjedels grad per dag under våren. Prognosen förklarar väldigt lite av den dagliga variationen i temperaturen, men fångar nästan hela temperaturförändringen mellan januari och juli."

I en uppmärksam studie av den amerikanska aktiemarknaden (S&P 500) visar John Y. Campbell och Robert J. Shiller, att avvikande tal för direktavkastning och PE-tal främst åtföljs av prisanpassningar och inte av en snabbare eller långsammare utdelnings- eller vinsttillväxt.⁶ Kvoten mellan aktieutdelningarna och aktiepriset innevarande år förklarar närmast en obefintlig del av utdelningstillväxten under den påföljande tioårsperioden, medan samma kvot förklarar 9 procent av prisförändringen under samma tidsperiod.

När Campbell och Shiller i stället väljer PE-tal som förklarande faktor, där den reala vinsten per aktie är ett tioårs glidande medelvärde, finner de att de kan förklara 5 procent av vinsttillväxten under den påföljande

³ För en översikt av denna litteratur se, Campbell, J.Y., A.W. Lo, och A.C. MacKinlay, 1997, *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press: Princeton, NJ, kapitel 7.

⁴ Cochrane, John H., 1994, "Permanent and Transitory Components of GNP and Stock Prices, *Quarterly Journal of Economics* 109, 241-265.

⁵ Cochrane, John H., 1999, "New facts in finance", National Bureau of Economic Research, WP 7169.

⁶ Campbell, John Y. och Robert J. Shiller, 2001, "Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook: An Update", National Bureau of Economic Research, WP 8221.

tioårsperioden, medan de kan förklara hela 30 procent av förändringen i aktiepriset. Resultaten tyder därför på att avkastningen på aktier till viss del kan prognostiseras sett över en tioårsperiod. Prognosvärdet är dock litet sett i ett ettårsperspektiv, vilket återigen visar att värdet av ovanstående nyckeltal som verktyg för "market timing", det vill säga att kortsiktigt pricka in upp- och nedgångar på aktiemarknaden, är mycket litet. På ett års sikt dominerar de kortsiktiga variationerna i aktiekurserna över det prognosvärde som finns i till exempel PE-talet.

Är börserna i dag korrekt värderade?

För att beräkna om aktierna är rätt prissatta behöver vi framåtblickande mått på riskpremien på aktier det vill säga mått rensade för temporära förhållanden. Om vi tar den historiska avkastningen på aktier som mått på den framtida avkastningen, får vi en felaktig bild av denna när investerarnas aptit på risk förändras. När riskpremien ex ante minskar, ökar den realiserade avkastningen och därför även riskpremien beräknad med historiska data som grund. Dessutom är den faktiska avkastningen på aktier ofta mycket volatil, vilket gör att tillfälliga svängningar på börserna kan ha stora effekter på vår uppskattning av den långsiktiga, strukturella riskpremien. Utvecklingen av utdelningar och vinster är stabilare och är därför bättre mått på den framtida avkastningen än historisk avkastning.

Ett mått på den framtida långsiktiga avkastningen är summan av direktavkastningen (D/P) och utdelningstillväxten (G):

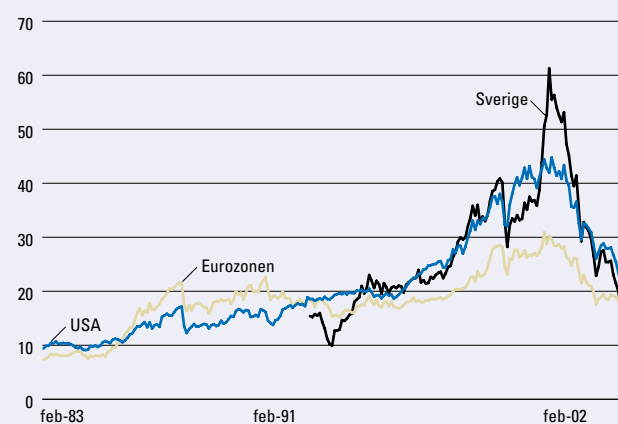
$$R = D/P + G$$

Om vi fokuserar på USA (S&P 500) är direktavkastningen 1,9 procent. Om vi som mått på den framtida utdelningstillväxten utgår ifrån en beräknad BNP-tillväxt på 3 procent, summerar detta till en framtida avkastning för USA på knappt 5 procent. Till grund för kalkylen ligger att BNP på lång sikt växer i takt med utdelningarna. Detta är i överensstämmelse med empirin som säger att kapitalandelen, vinster och utdelningar som andel av BNP, är konstant på lång sikt. Vi kommer till samma resultat om vi för perioden 1950 och framåt summerar den genomsnittliga historiska direktavkastningen, 3,6 procent och den reala (geometriska) utdelningstillväxten på 1,3 procent. En motsvarande kalkyl för Sverige och Eurozonen, där vi utgår ifrån en framtida BNP-tillväxt på 2 procent per år både i Sverige och i Eurozonen och till denna adderar den nuvarande direktavkastningen i de bägge områdena på 3,3 respektive 3,6 procent, gör att vi kan uppskatta den förväntade avkastningen på aktier i dessa ekonomier till 5,3 respektive 5,6 procent.

Ett alternativt sätt på vilket vi kan beräkna avkastningen på aktier är att se till det inverterade PE-talet.⁷ För att fastställa om börserna i olika länder kan förväntas vara korrekt värderade, beräknade vi därför PE-tal på

samma sätt som Campbell och Shiller i ovan nämnda studie, det vill säga som kvoten mellan det reala priset per aktie och ett 10-års glidande medelvärde för den reala vinsten per aktie.⁸ På detta sätt får vi ett PE-tal, rensat för det konjunkturella brus som finns i de faktiska PE-talen.

Figur 2
Internationella konjunkturrensade PE-tal (feb 1983–nov 2002)



Rent konkret beräknas den förväntade avkastningen som det inverterade PE-talet multiplicerat med den trendmässiga vinstökningen per aktie.⁹ För USAs del indikerar kalkylen en långsiktig framtida avkastning på knappt 5 procent vid slutet av 2002. Vi får med andra ord ett liknande resultat som tidigare. Detta kan tolkas som att "fair value" på S&P 500 är cirka 900 vid slutet av 2002, det vill säga att börserna är korrekt värderade sett i ett långsiktigt perspektiv.

I Eurozonen liksom i Sverige ger motsvarande räkneövningar en avkastning på drygt 6 procent i slutet av fjolåret, det vill säga marginellt högre avkastning än ovan. I Sverige är sedan 1919 den reala genomsnittliga avkastningen på aktier 6,3 procent. Om denna avkastning tas som intäkt för var jämvikten bör ligga var, av PE-talen att döma, den svenska börserna i långsiktig jämvikt i slutet av fjolåret.

Hur kan då dessa verktyg användas för att förklara den kraftiga börsuppgången under andra halvan av 90-talet och det efterföljande raset?

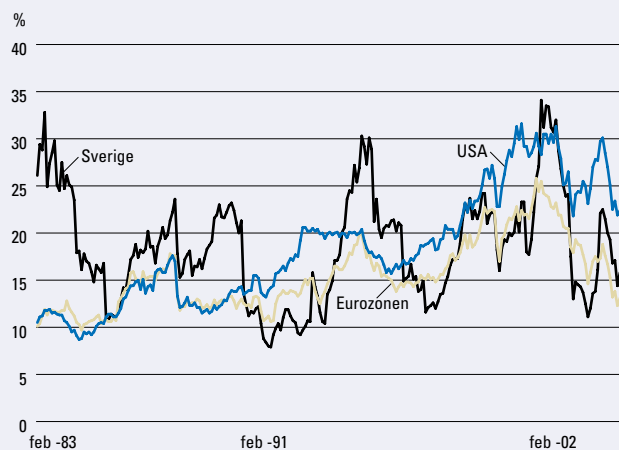
En uppgång i aktiepriserna kan fundamentalt sett motiveras antingen av förväntningar om en ökad vinst-

⁷ $R = D/P + G$. Andelen återinvesterade vinstmedel är b, dvs $D = (1-b)E$. E är vinsten och i jämvikt, då avkastningen på återinvesterade vinster är lika med R, gäller att vinst- och utdelningstillväxten G är lika med bR. Därav följer att $R = E/P$.

⁸ Vinsten per aktie beräknades med hjälp av data på aktieprisindex och faktiska PE-tal från Datastream. De reala tidsserierna fick vi genom att deflatera aktieprisindex och den implicit beräknade vinsten per aktie med konsumentprisindex i respektive land.

⁹ Den aktuella vinsten per aktie är normalt större än det glidande medelvärdet över vinsten per aktie, eftersom detta släpar efter 5 år. För att korrigera för detta måste vinsten räknas upp med trendmässig vinsttillväxt under 5 år. Om vinsterna ökar i takt med BNP ska avkastningen enligt inverterade PE-talen justeras upp 10 procent i Eurozonen och Sverige, och 15 procent i USA.

Figur 3
Faktiska PE-tal (feb 1983–nov 2002)



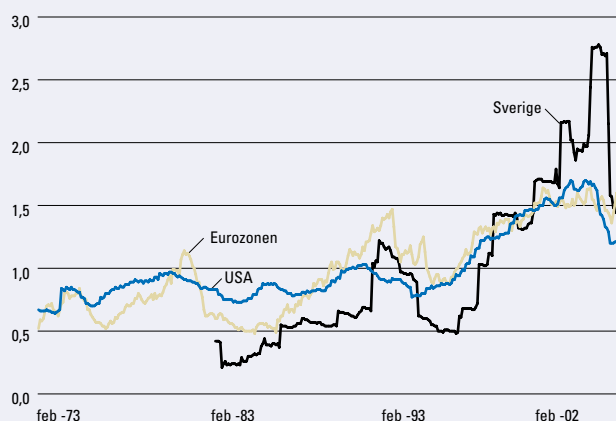
tillväxt eller av en fallande riskpremie på aktieplaceringar. Om aktier, vid oförändrade vinstutsikter, uppfattas som mer attraktiva som placeringsobjekt än tidigare, stiger aktiekurserna på bekostnad av priserna på övriga tillgångar.

Den ekonomiska utvecklingen präglades av en utdragen högkonjunktur under senare delen av 90-talet. Många tolkade utvecklingen som att både produktivitetstillväxten och vinststillväxten hade ökat varaktigt. Landvinningarna inom IT-sektorn förväntades inte bara resultera i högre vinststillväxt i denna sektor, utan i hela ekonomin, i takt med att den nya teknologin allmänt började tillämpas. Vi vet idag att förhoppningarna på den nya ekonomin – åtminstone vad vinsterna beträffar – var för högt ställda.

Om vi söker fundamentala förklaringar till börsutvecklingen under det sena 90-talet så förklaras denna inte, annat än till en mindre del, av den faktiska vinstutvecklingen. Vinststillväxten var god under 90-talet, men inte extremt god; 60-talet var ett minst lika bra decennium som 90-talet i många länder, utan att aktiebörserna då för den skull steg lika mycket. De konjunkturrensade PE-talen i figur 2 ovan, som ställer aktiepriset i relation till den genomsnittliga reala vinsten under den föregående tioårsperioden, visar att aktiepriserna var höga relativt de historiska vinsterna. Ett högt PE-tal indikerar en låg förväntad framtida real avkastning. Ett PE-tal på 40 säger oss att den reala avkastningen på aktier är 2,5 procent. Den svenska utvecklingen illustrerar faran av att se till faktiska PE-tal och inte justera dessa för den långsiktiga vinstutvecklingen. Något som framgår om vi jämför figur 2 med figur 3. Som framgår av figur 4 var dock vinstutvecklingen per aktie i Sverige under 80- och 90-talen starkare än internationellt och då i synnerhet under åren 1999–2001.

För att uppgången och raset på världens aktiemarknader ska kunna förstås inom ramen för traditionella modeller, måste vi istället för vinsterna se till förvänt-

Figur 4
Real vinst per aktie (feb 1973–nov 2002)



ningarna på riskpremiens storlek. Många observerade att börserna var högt värderade och menade att riskpremien på aktier minskat temporärt eller permanent. Några argumenterade för att minskningen var permanent och den kvarstående premien i det närmaste obefintlig.¹⁰ Av PE-talen att döma var aktierna under åren 1998–00 också så högt värderade att riskpremien var noll. Aktierna kunde inte förväntas avkasta mer än realräntan på riskfria nominella eller reala statsobligationer.

Nedgång i riskpremien?

Den svåra frågan för aktiemarknaden att ta ställning till under åren 1998–2000 var om nedgången i riskpremien främst var långsiktig, strukturellt betingad eller om den var temporär, en följd av en tillfällig eufori, en trendframskrivning av den goda ekonomiska utvecklingen under 90-talets andra hälft. Robert Shiller tillskriver uppgången på aktiebörserna som tillfällig, driven av psykologiska faktorer och flockbeteenden på de finansiella marknaderna.¹¹

I den mån som en minskning av riskpremien är permanent kan detta ha en mycket stor effekt på aktiepriset. Detta framgår enklast av ett exempel som utgår från Gordons ekvation: $P = D/(R-G)$. Anta att diskonteringsfaktorn på aktier (R) minskar från 0,06 till till 0,04, då utdelningstillväxten (G) är 0,02 och utdelningarna (D) är 1. Då stiger aktiepriset från 25 till 50 kronor per aktie.

Det finns flera tänkbara förklaringar till en strukturell nedgång i riskpremien på aktier. En är att investerarna omprövat sin syn på risken förknippad med att investera i aktier. Historiskt har meravkastningen på investeringar i aktier jämfört med obligationer varit mycket hög, så hög att den inte kan förklaras med hänsyn

¹⁰ Se till exempel Glassman, James K. och Kevin A. Hasset (1999), *Dow 36000: The new Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market*, Times Books, NY, och McGrattan, Ellen R., och Edward C. Prescott (2000), "Is the Stock Market Overvalued?", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 24, 20-40.

¹¹ Shiller, Robert J (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton, NJ.

till skillnader i risk. Detta har därför kommit att kallas för "the equity premium puzzle".

En annan tänkbar förklaring till att aktier uppfattas som långsiktigt mer attraktiva placeringsobjekt, är utvecklingen på de finansiella marknaderna, som gjort att transaktionskostnaderna minskat i handeln med värdepapper. För många aktörer har det inneburit möjligheter till diversifiering som tidigare saknades, eftersom kostnaderna var för höga. Den positiva aktiekulturen under 90-talet och sparandet i aktiefonder kan också ha bidragit till att minska riskpremien genom att sänka den psykologiska tröskeln hos hushållen att spara i aktier.

Till sist kan den framgångsrika ekonomiska politiken under 90-talet ha gjort att hushållens inkomster i stort är säkrare än tidigare, vilket har inneburit att hushållen vågat ta större risker på aktiemarknaden än tidigare.

Fama och French (2001) kommer i sin studie, som grundar sig på utvecklingen av fundamenta i form av vinster och utdelningar i USA, fram till att riskpremien på aktier har minskat strukturellt och att detta förklarar börsuppgången under efterkrigstiden.¹² Den höga avkastningen består främst av kapitalvinster. Enligt Famas och French' beräkningar uppgår under perioden 1950–2000 den aritmetiska riskpremien till mellan 2,6 och 4,3 procent, svarande mot en genomsnittlig förväntad (aritmetisk) avkastning på aktier på 4,7 till 6,5 procent. Dessa siffror svarar mot en genomsnittlig geometrisk avkastning på mellan 3,6 till 5,3 procent och ett långsiktigt PE-tal i intervallet 18 till 30.

Ett annat sätt att få svar på frågan om hur stor den förväntade överavkastningen (riskpremien) på aktier var under börsboomen, är att se till enkäter om riskpremiens storlek. En sådan gjordes av Ivo Welch, i augusti 2001. Han bad 510 professorer i finansiell ekonomi att svara på frågan om riskpremiens storlek.¹³ Av svaren framgår att professorerna i genomsnitt förväntade sig en (aritmetisk) överavkastning på investeringar i aktier, jämfört med statskuldväxlar, på 5,5 procent under de närmaste 30 åren och 3,4 procent under det närmaste året, det vill säga mellan 2001 och 2002. Den geometriska riskpremien under de närmaste 30 åren uppskattades till 4,7 procent. I en tidigare enkätundersökning av Ivo Welch 1998, ställd till akademiker, förväntade sig dessa en riskpremie på cirka 7 procent.

En annan studie av John Graham och Campbell Harvey visar att förväntningarna på riskpremien på aktier var nästan lika högt ställda hos portföljförvaltarna som hos akademikerna.¹⁴ Graham och Harvey har, sedan det andra kvartalet 2000, varje kvartal frågat mer än 1 200 finanschefer vid amerikanska företag om deras uppskattning. Finanschefernas uppskattning av den genomsnittliga (aritmetiska) riskpremien för de kommande tio åren, är i stort sett konstant 4 procent mellan det andra kvartalet 2000 och det tredje kvartalet 2002. I septem-

ber 2001 uppskattade de amerikanska finanscheferna överavkastningen på aktier till 0 procent under det kommande året.

Av enkätsvaren att döma räknade således de flesta aktörerna med en fortsatt stor överavkastning på aktier, trots de höga PE-talen och den låga direktavkastningen. Detta tyder på att man på de finansiella marknaderna främst förväntade sig en fortsatt stark vinstutveckling, i linje med den som vi såg under 90-talets andra hälft, snarare än att man primärt uppfattade aktier som ett tillgångsslag som av strukturella skäl blivit mer attraktivt. Annorlunda uttryckt; det var primärt förväntningar om stigande vinster och utdelningar, och inte aktiepriserna, som skulle anpassa nyckeltalen tillbaka till de långsiktiga jämviktswärdena.

Denna förväntan på de finansiella marknaderna har dock begränsat stöd i historiska data, som snarare visar att vinsterna strukturellt inte varierar påtagligt mellan olika tidsperioder. På kort sikt följer vinsterna konjunkturen och även om vinstandelen i BNP kan variera mellan olika decennier, så visar så kallade stiliserade fakta för ekonomisk tillväxt att sett över långa perioder är kapitalandelen i BNP, liksom i stort avkastningen på reall kapital, relativt konstant över tiden.

Slutsatser

Prognoser om avkastningen på olika typer av finansiella tillgångar är centrala för AP3. Den nya akademiska forskning som visar att avkastningen på tillgångar i viss utsträckning och på lång sikt kan prognostiseras, är i högsta grad intressant för en långsiktig pensionsförvaltare som AP3. Tendensen till "mean reversion" hos finansiella priser kan användas som ett verktyg för att differentiera mellan medellång och lång sikt i avkastningsprognoser. Vår analys av aktiemarknaderna tyder på att dessa nu, efter den anpassning som skett, är i stort sett korrekt värderade sett i ett långsiktigt perspektiv och att det i dagsläget därför inte är någon skillnad i förväntad avkastning på medellång och på lång sikt.

Utvecklingen på aktiemarknaden kring millenniumskiftet ska sannolikt främst förstås som att aktörerna på dessa marknader förväntade sig ett strukturellt skifte i ekonomin, som skulle innebära en ny gyllene epok med hög tillväxt och varaktigt högre vinster än tidigare. Men även en permanent, strukturellt sett lägre riskpremie på aktier, har sannolikt bidragit till att göra aktier långsiktigt mer attraktiva som tillgångsslag. Hur stort detta bidrag kan vara är det ännu för tidigt att ha en bestämd uppfattning om.

¹² Fama, Eugene F. och Kenneth R. French, 2001 The Equity Premium, The center of Research in Security Price, WP 522, University of Chicago.

¹³ Ivo Welch, "The Equity Premium Consensus Forecast Revisited," Working Paper, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University, september 2001.

¹⁴ John Graham och Campbell R. Harvey, "Expectations of Equity Risk Premia, Volatility and Asymmetry from a Corporate Finance Perspective," Working Paper, Duke University, juni 2002.

Temaartikel

Att investera etiskt – en översikt av olika metoder



Pernilla Klein
*informationschef och ansvarig
för miljö- och etikfrågor*

Det finns en mängd olika ansatser inom området etiska investeringar (eller Socially Responsible Investing – SRI).

Förhållningssätten i de olika ansatserna skiljer sig kraftigt åt. Trots det växande intresset för etiska investeringar kan man ännu inte skönja någon allmänt accepterad syn på vad som är "best-practice". Nedan följer en översikt över de olika SRI-ansatser som förekommer.

Sedan 2000 har AP3 arbetat med att ta fram ett beslutsunderlag för fondens strategi för att implementera de krav på etiska hänsyn i investeringarna som den nya AP-fondslagstiftningen innebär. Denna artikel utgör en delrapport inom ramen för detta projekt.

Uteslutning av branscher

Att stämpla vissa branscher som "oetiska" och utesluta dessa bolag ur portföljen är det i särklass vanligaste sättet att tillämpa etiska kriterier inom kapitalförvaltning. Branscher som ofta utesluts inom ramen för denna ansats är tobak, vapen, alkohol, spel, pornografi och kärnkraft. Valet av branscher är tydligt färgat av SRI-investeringarnas historiska rötter inom kyrkan, där begreppet "syndaktier" myntades.

Fördelen med denna ansats är att den är förhållandevis enkel att implementera till låg kostnad. Man plockar helt enkelt bort bolagen ur portföljen i de branscher som man har bestämt sig för att utesluta. Vissa gränsdragningsproblem förekommer dock. För många företag hänför sig bara en liten del av omsättningen till de verksamheter som man vill utesluta, till exempel vapenproduktion.

Denna SRI-ansats ter sig rimlig i vissa situationer. Exempelvis i särskilda etik- och miljöfonder, där fondspararna eller uppdragsgivaren kan ta del av kriterierna och ta ställning till dessa. Men för förvaltningsuppdrag av AP-fondernas typ, där de framtida pensionstagarna inte har möjlighet att välja mellan olika förvaltare, förefaller metoden mindre lämplig.

Negativt urval enligt miljö- och etikkriterier

Denna ansats innebär att man ställer upp vissa krav på miljömässiga och sociala hänsyn som måste vara uppfyllda för att ett bolag ska inkluderas i portföljen. Här utgår man således från att det går att dela in företag i "etiska" och "oetiska" sådana, utifrån vissa på förhand definierade värderingar. Med hjälp av egen analys eller genom en etikonsult tar man fram en "svart lista" på företag som utesluts ur fondens investeringsuniversum. Analysen bygger på information inhämtad genom enkäter som

skickats till företagen eller information från externa källor såsom massmedia och rapporter från enskilda organisationer.

Negativt urval i modern tappning började tillämpas när miljöfonderna lanserades på 1980-talet. Numera har dock de flesta miljö- och etiska fonder riktade till privatmarknaden gått ifrån denna ansats till förmån för positivt urval (beskrivs nedan). Skälet är att det är mycket svårt att hitta konsistenta metoder för att klassificera företagen i "tillåtna" och "otillåtna".

Det finns helt enkelt inga allmänt vedertagna principer för vad som anses etiskt acceptabelt. En möjlig utgångspunkt är naturligtvis internationella konventioner och överenskommelser. Det är till exempel ILO-konventionen, FNs deklaration om mänskliga rättigheter eller OECDs riktlinjer för multinationella företag. Dessa konventioner är dock allmänt formulerade och ger många gånger föga vägledning i konkreta situationer. Ett försök att skapa en mer handfast checklista som företagen kan utgå från, utgörs av certifieringssystemen ISO2001 (miljö) och SA8001 (sociala frågor). Dessa certifieringssystem möjliggör också en objektiv utvärdering av externa och interna revisorer. Problemet är dock att endast en handfull företag har infört dessa system.

Ett annat problem med negativt urval-ansatsen är att fokus i bedömningen av bolag tenderar att hamna på enskilda incidenter som uppmärksammas i massmedia. Det kan exempelvis gälla ett avslöjande om undermåliga arbetsvillkor eller barnarbete hos en av hundratals av bolagets underleverantörer. Många gånger finns en betydande slumpmässighet i vilka incidenter som kommer till massmediernas kännedom. Dessutom spelar påtryckargrupper en central roll för att sprida uppgifter om företagen.

När man tittar närmare på de system för etisk ranking som finns att tillgå på marknaden, visar det sig att olika konsulter och fondbolag kommer till väldigt olika slutsatser i försöken att sätta betyg på bolagen. Ett bolag som rankas högt av en bedömare, kan få underbetyg av en annan bedömare.

Uteslutning av länder

En SRI-ansats som nyligen lanserats av California Public Employees' Retirement System (Calpers) – en av världens största pensionsfonder – är att utesluta investeringar på aktiemarknaderna i vissa utvecklingsländer/nya industriländer (emerging markets). Calpers har genomfört en ranking av de marknader som ingår i FTSE All World Emerging Markets Index. Rankingkriterierna omfattar politiska kriterier för mänskliga rättigheter, oberoende rättsväsende, politisk stabilitet och ratificering/efterlevnad av ILO-konventioner. Men också krav på marknadens funktionssätt. Utifrån dessa kriterier har Calpers i sin senaste genomgång beslutat att utesluta investeringar i tretton länder, motsvarande cirka 20 procent av marknadsvärdet (market cap) i Emerging Markets.

Ett problem med denna ansats är att många multinationella företag – vars aktier är noterade på börsen i något industriland – har en betydande egen verksamhet och/eller anlitar underleverantörer i Emerging Markets. Är det då rimligt att utesluta ett bolag endast på grundval av på vilken marknad dess aktier är noterade?

Reaktiv policy

En reaktiv policy innebär att man inte tar några egna initiativ till att bedöma de bolag man investerar i, utan att man väljer att ta ställning till de brott mot fondens etiska principer som uppmärksammas av utomstående, såsom massmedier eller enskilda organisationer.

Fördelen med denna ansats är givetvis att den kan implementeras till låg kostnad. Man slipper avsätta resurser till etisk bedömning av bolagen man investerar i. Men detta förhållningssätt har också en hel del uppenbara brister. Framförallt är det knappast särskilt konsistent – dagordningen sätts av massmedia och påtryckargrupper.

Ett reaktivt förhållningssätt till SRI är dock relativt vanligt förekommande bland pensionsfonder. Förklaringen är sannolikt att man väljer denna ansats i brist på bättre alternativ och i syfte att slippa de kostnader för analystjänster som ett proaktivt förhållningssätt kräver. Man hoppas kunna avvärja offentlig kritik genom att ha möjlighet att utesluta bolag när enskilda fall av dålig etik uppmärksammas i massmedia.

Positivt urval

SRI genom positivt urval (best-in-class) går ut på att göra en relativ värdering av bolagens miljömässiga och sociala hänsyn i förhållande till sina konkurrenter. Sedan väljer man att endast inkludera de bästa bolagen i varje sektor i förvaltningens investeringsuniversum. Ur detta universum väljer man sedan ut vilka bolag man vill investera i från ett strikt finansiellt perspektiv.

Denna metod utgår från ett erkännande att bedömningen av bolagen ur etiksynpunkt bygger på subjektiva värderingar, snarare än objektiva krav (såsom i regel är fallet med negative screening-ansatsen). Processen att leta fram de ledande bolagen i varje bransch har en hel del likheter med de etablerade metoder för val av aktier som förekommer inom kapitalförvaltning.

Till skillnad från negative screening tenderar positivt urval att fokusera mer på företagets policies och ledningssystem än på avslöjanden om enstaka förseelser. Tanken är att förebyggande åtgärder och rutiner för uppföljning och kontroll är helt centrala för företagets långsiktiga förmåga att minska risken för etiska förseelser.

Positivt urval-ansatsen kan definitivt sägas vara på frammarsch inom SRI-området. De flesta kapitalförvaltare som erbjuder etisk förvaltning har numera valt att i första hand satsa på förvaltningslösningar som utgår från detta perspektiv.

Aktivt ägarskap

Aktivt ägarskap eller "engagement" innebär att institutioner istället för att utesluta bolag ur portföljen, använder sin ägarmakt för att påverka företagen i önskad riktning. Detta omfattar både traditionella ägarfrågor (såsom styrelsenomineringar och incitamentsprogram) och miljö- och etikfrågor. Gränserna mellan dessa två områden har dock alltmer kommit att suddas ut.

En uppenbar fördel med att välja aktivt ägarskap som metod för att implementera en SRI-policy är att det inte påverkar risken i portföljen, i form av ökat tracking error. I stället för att sälja av aktieinnehavet i bolag som inte uppfyller de etiska kriterier som man ställt upp, söker man i första hand påverka företagen. Att utesluta bolaget ur portföljen blir då en sista utväg.

Ägarstyrning i miljö- och etikfrågor dök först upp i USA på 1970-talet, då enskilda aktieägare började lägga förslag till bolagsstämman (shareholder resolutions) med krav på förbättringar av bolagens sociala ansvarstagande. Under 1990-talet började allt fler pensionsfonder ansluta sig till en del av dessa resolutioner, med resultat att en del av förslagen bifölls av bolagsstämman. Dessutom började institutioner att själva ta initiativ till resolutioner på miljö- och etikområdet. Det senare gäller till exempel New York City Pension Fund, State of Connecticut Pension Fund och State of Minnesota Pension Fund. De amerikanska aktieägarresolutionerna på miljö- och etikområdet har tenderat att vara av det mer publikknipande slaget (återvinning, utrotningshotade djur och så vidare). Detta har naturligtvis att göra med att det bara är relativt enkla frågor som lämpar sig att driva på en bolagsstämma.

Men att väcka förslag på bolagsstämman är långt ifrån det enda sättet för en institution att utöva ägarmakt i miljö- och etikfrågor. I Europa blir det allt vanligare att institutioner använder dialog med bolagen som ett medel att utöva aktivt ägarskap på miljö- och etikområdet. Många institutioner tar hjälp av etikanalyskonsulter som erbjuder så kallade "engagement services", vilket innebär att ta fram analysunderlag och hantera dialogen med bolagen i form av brev, telefonsamtal och möten. En växande antal kapitalförvaltare har också satt igång program för aktivt ägarskap å kundernas vägnar.

De europeiska pensionsfonder som kommit längst inom området aktiv ägarstyrning i egen regi på miljö- och etikområdet, är Universities Superannuation Scheme (USS), som är Storbritanniens tredje största pensionsfond, och holländska PGGM.

Community Investing

I USA förekommer så kallad Community Investing ("samhällsinvesteringar") som en metod att implementera etiska investeringar. Det innebär att man investerar i verksamheter som tillhandahåller banktjänster, lån

eller riskkapital till underutvecklade regioner, orter eller stadsdelar.

Community Investing innebär att man accepterar en lägre avkastning på investerat kapital, med syfte att bidra till välgörande ändamål. Fenomenet Community Investing är således att betrakta som välgörenhet av liknande slag som när företag donerar pengar till hjälporganisationer.

Mångfald av lösningar

Under 1990-talet har flera europeiska länder infört lagstiftning som innebär att pensionsförvaltare måste redovisa om man har tagit etiska hänsyn i sin förvaltning. Storbritannien var först ut med den nya lagstiftningen år 2000. Under 2001 infördes liknande lagar i Frankrike, Holland, Tyskland och Belgien.

Inom AP3 följer vi noga hur våra europeiska pensionsförvaltarkollegor arbetar med att införa etiska kriterier i sin förvaltning. Det man hittills kan notera är att många pensionsfonder har antagit en etikpolicy, men att de fortfarande funderar över hur policyn ska tillämpas i praktiken.

De fonder som har kommit längst med tillämpningen

kännetecknas av att de startat försöksprojekt i relativt liten skala. Ofta drivs ett par försöksprojekt parallellt. En del har avsatt en mindre del av fonden till etiska investeringar (enligt negativt eller positivt urval). Här märks exempelvis de holländska pensionsfonderna ABP och PGGM samt den norska Petroleumfonden. PGGM har dessutom satt i gång en program för aktiv ägarstyrning på miljö- och etikområdet. I Storbritannien finns en tydlig trend att pensionsfonder kräver av sina förvaltare att de ska bedriva aktiv ägarstyrning, både vad gäller traditionella ägarfrågor och etiska frågor.

I utvecklingen av fondens åtgärder för etiska investeringar har AP3 tagit fasta på modellen att pröva och utvärdera olika handlingsalternativ. Ett första steg är att fonden har sjösatt ett program för aktiv ägarstyrning inom etiska frågor för fondens svenska aktieportfölj. På sikt ska vi gå vidare med att se över möjligheterna att utlysa externa förvaltningsmandat för etisk förvaltning enligt positivt urval i sektorer som är särskilt känsliga ur etisk synvinkel. Andra framtidsprojekt är att se över möjligheterna att bedriva aktiv ägarstyrning i fondens utländska aktieportföljer.

Styrelsen



Stående från vänster:

Christina Liffner

Styrelseledamot i Sveaskog, SJR och Vin & Sprit. Styrelseordförande i Svensk Adressändring samt vice ordförande i Svenska Friidrottsförbundets styrelse. Tidigare vice VD och CFO i AssiDomän.

Karin Kronstam

Styrelseledamot i GF Konsult, Lernia, Proliva, Svolder, och TurnIT. Tidigare VD i Samhall Gotia.

Christine Jönsson

Kommunstyrelsens ordförande, Lunds kommun.

Sittande från vänster:

Harriet Piscator

Finansdirektör ABB Sverige. Tidigare administrativ chef ABB Treasury Center Sweden.

Rolf Andersson, vice ordförande

Utredningschef, Svenska Kommunalarbetarförbundet. Styrelseledamot i Fackföreningsrörelsens institut för ekonomisk forskning (FIEF).

Christer Romilson

Ordförande i Offentliganställdas förhandlingsråd (OFR). Vice ordförande i Folksam SAK. Ledamot av Nationalmuseums styrelse. Tidigare förbundsordförande i Lärarförbundet och vice ordförande i TCO.

Dag Sehlin

Styrelseledamot i D. Carnegie AB, Frontec, Mogul, Proact IT Group och VPC. Styrelseordförande i OM Broker Services samt PBK Outsourcing. Tidigare vice VD, CFO samt stf koncernchef i Postkoncernen samt vice VD i OM-Gruppen.

Dan Andersson

Chefekonom LO, styrelseledamot i AMF-Pension, Nordea och Pensionsgaranti. Tidigare statssekreterare på Näringsdepartementet.

Johan Björkman, ordförande

Ekonomie licentiat. Styrelseordförande i Invik, LjungbergGruppen, Nordstjernan och Skanditek.

Revisorer

Anders Bäckström, auktoriserad revisor
KPMG Bohlins AB.

Anna Hesselman, auktoriserad revisor
Öhrlings PricewaterhouseCoopers AB.

Medarbetare

Här presenteras fondens samtliga 41 medarbetare. Organisationen är platt med korta beslutsvägar. Vi betonar lagarbete samtidigt som alla medarbetare arbetar under stort eget ansvar.

Aktieförvaltning
Chef:
Magnus Eriksson

Ränte- och valutaförvaltning
Chef:
Lennart Nordkvist

Extern förvaltning
Chef:
Bengt Hellström

Administration
Chef:
Sven Askenberger

VD: Tomas Nicolin

Compliance Officer
Mikael Sedolin

vVD: Niklas Ekvall

Informationschef
Pernilla Klein

Kvantitativ analys
Chef:
Erik Valtonen

Chefekonom
Bengt Hansson

Ledning



Tomas Nicolin
VD
24 år i finansbranschen
AP3 från oktober 1998
Tidigare: Handelsbanken
Kapitalförvaltning, VD Öhman
Fondkommission

Stab



Niklas Ekvall
vice VD
Chief Investment Officer
ekonomie dr och adjungerad
professor i finansiell ekonomi
12 år i finansbranschen
AP3 från april 1999
Tidigare: Handelsbanken



Mikael Sedolin
internjurist och Compliance Officer
hovrättsassessor
9 år i finansbranschen
AP3 från december 2000
Tidigare: Finansdepartementet,
Riksgäldskontoret



Bengt Hansson
chefekonom
makroanalys, ALM
filosofie dr i nationalekonomi
12 år i finansbranschen
AP3 från augusti 2000
Tidigare: prognosansvarig SEB,
Handelsbanken Markets Research



Pernilla Klein
informationschef
Information och ägarfrågor
9 år i finansbranschen
AP3 från augusti 2000
Tidigare: Handelsbanken Markets
Research, Finansdepartementet

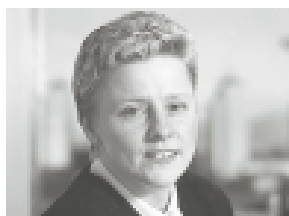
Administration, ekonomi



Sven Askenberger
administrativ chef
22 år i finansbranschen
AP3 från september 2000
Tidigare: Industrifonden,
chef värdepappersadministration
Gota Bank



Mikael Gustafsson
IT-ansvarig
16 år inom IT-branschen
AP3 från februari 2001
Tidigare: Electrolux AB,
Alcro-Beckers



Lotta Karlsson
värdepappersadministration
26 år i finansbranschen
AP3 från juni 1999
Tidigare: Öhman Fondkommission,
Jacobson & Ponsbach



Sebastian Mossfeldt
värdepappersadministration
9 år inom finansbranschen
AP3 från september 2001
Tidigare: SEB Fonder



Maria Prinsström
värdepappersadministration
17 år i finansbranschen
AP3 från augusti 2000
Tidigare: Robur Kapitalförvaltning,
ABB



Patricia Rydén
ekonomiassistent
15 år inom administration
och ekonomi
AP3 från januari 2001
Tidigare: WM-Data, SNS



Michael Sandberg
analytiker
risk och performance
5 år i finansbranschen
AP3 från juli 2001
Tidigare: UBS Warburg, Nordea



Yvonne Thomson
ekonomichef
21 år i finansbranschen
AP3 från oktober 2000
Tidigare: OM VPA, Gota Bank

Administration, ekonomi / Forts



Kersti Waldenhagen-Taxén
reception
27 år inom administration och ekonomi
AP3 från augusti 2001
Tidigare: Företagarhuset/Kontorshotellet i Täby

Ränte- och valutaförvaltning



Lennart Nordkvist
chef ränte- och valutaförvaltning
19 år i finansbranschen
AP3 från april 2000
Tidigare: chef värdepappershandel Stora Finans, chef ränteförvaltning Wasa



Jannis Asdrés
portföljförvaltare
kreditobligationer
6 år i finansbranschen
AP3 från mars 2001
Tidigare: ABN Amro Transferator, Handelsbanken Global Trading



Matthias Buhr-Berg
portföljförvaltare
exekvering valuta
16 år i finansbranschen
AP3 från augusti 2000
Tidigare: chef Emerging Markets Handelsbanken Markets, chef Asian Operations samt Brussels Operations Stora Finans

Aktieförvaltning



Magnus Eriksson, AFA, CEFA
aktiechef
exekvering aktier, sektorförvaltare fastighet och bygg
21 år i finansbranschen
AP3 från augusti 1999
Tidigare: Catella Kapitalförvaltning, aktiechef/vice VD Aragon Fondkommission



Mats Andersson
portföljförvaltare
svenska aktier, ägarfrågor
20 år i finansbranschen
AP3 från december 2002
Tidigare: chef för Stockholmskontoret Deutsche Bank, SG Warburg



Axel Brändström, CFA
portföljförvaltare
sektorförvaltare IT
8 år i finansbranschen
AP3 från januari 1999
Tidigare: SHB Kapitalförvaltning



Per Colleen
portföljförvaltare
sektorförvaltare verkstads-, fordons- och skogsindustri
7 år i finansbranschen
AP3 från maj 1999
Tidigare: Aros Fondkommission, H. Lundén Fondkommission



Björn Kvamskog
portföljförvaltare
sektorstrategi
16 år i finansbranschen
AP3 från september 1999
Tidigare: Alfred Berg Kapitalförvaltning, aktiechef Handelsbanken Liv



Ulrika Slåne Sens, AFA, CEFA
portföljförvaltare
sektorförvaltare läkemedel och medicinsk teknik
14 år i finansbranschen
AP3 från februari 1999
Tidigare: analyschef Aros Fondkommission, Enskilda Securities, Carnegie



Eskil Svensson
portföljförvaltare
sektorförvaltare telekom och media
14 år i finansbranschen
AP3 från maj 2000
Tidigare: Alfred Berg Kapitalförvaltning, Alfred Berg Fondkommission



Bengt Hellström
chef extern förvaltning
portföljförvaltare
18 år i finansbranschen
AP3 från oktober 2000
Tidigare: EQT Partners, Investor

Kvantitativ analys



Mattias Bylund
kvantitativ analytiker
risk och performance
1 år i finansbranschen
AP3 från augusti 2002



Stig Jonsson
kvantitativ analytiker
taktisk tillgångsallokering
14 år i finansbranschen
AP3 från juli 1999
Tidigare: Handelsbanken Markets, Ohman Fondkommission



David Stillberger
kvantitativ analytiker
risk och performance
2 år i finansbranschen
AP3 från juli 2001



Claudia Stanghellini
kvantitativ analytiker
ALM och risk
5 år i finansbranschen
AP3 från maj 2002
Tidigare: Sun Life Financial



Hans Ericsson
portföljförvaltare
exekvering räntebärande
18 år i finansbranschen
AP3 från oktober 2000
Tidigare: Handelsbanken
Kapitalförvaltning, chef ränte-
handel Handelsbanken Markets



Anette Hellström
portföljförvaltare
exekvering valuta
17 år i finansbranschen
AP3 från april 2001
Tidigare: SKF Treasury Centre, SEB
Trading & Capital Markets



Lars Orest
portföljförvaltare
svenska och utländska räntebärande
19 år i finansbranschen
AP3 från juli 2000
Tidigare: chef valutareserv-
förvaltning Sveriges Riksbank,
Sparbankernas Bank



Mats Wirdefeldt
portföljförvaltare
korta räntor
5 år i finansbranschen
AP3 från januari 2002
Tidigare: SEB Asset Management,
SEB Trading



Sofie Emilsson Nilvall
portföljförvaltare
sektorförvaltare läkemedel och me-
dicinsk teknik
5 år i finansbranschen
AP3 från september 2001
Tidigare: Alfred Berg
Fondkommission, Danske
Securities



Urban Eriksson
portföljförvaltare
exekvering aktier, sektorförvaltare
investmentbolag
17 år i finansbranschen
AP3 från augusti 1999
Tidigare: chef aktiehandel Robur
Kapitalförvaltning, Sparbankernas
Bank



Anne-Charlotte Homgard
portföljförvaltare
sektorförvaltare handel, tjänster,
konsumtvaror
14 år i finansbranschen
AP3 från april 1993
Tidigare: Bohusbanken FK,
Folksam finansdivision



Erik Kovacs
portföljförvaltare
sektorförvaltare bank och finans
12 år i finansbranschen
AP3 från juni 2001
Tidigare: Enskilda Securities,
Statens Bankinvesteringsfond i
Norge

Kvantitativ analys



Lena Djurberg
portföljförvaltare
14 år i finansbranschen
AP3 från september 2000
Tidigare: vice VD Postens
Pensionsstiftelse, stf chef Posten
koncernstab Finans



Cecilia Sved
portföljförvaltare
12 år i finansbranschen
AP3 från december 2002
Tidigare: Länsförsäkringar
Kapitalförvaltning, Wasa
Kapitalförvaltning



Klas Åkerbäck
portföljförvaltare
4 år i finansbranschen
AP3 från september 2000
Tidigare: Alfred Berg
Kapitalförvaltning



Erik Valtonen
chef kvantitativ analys
ALM och risk
fil dr i matematik
13 år i finansbranschen
AP3 från maj 2000
Tidigare: chef Financial Research
Handelsbanken Markets

Ordlista

Aktiv förvaltning

Motsatsen till passiv förvaltning där man placerar kapitalet helt enligt ett marknadsindex. Aktiv förvaltning innebär att man över- respektive underviktar tillgångar jämfört med index utifrån bedömningar om marknadsutsikterna.

Aktiva positioner

Avvikelse från index i syfte att skapa en bättre avkastning än marknaden.

Aktiv avkastning

Skillnaden mellan referensportföljens avkastning och den faktiska portföljens avkastning. Positiv aktiv avkastning innebär att fonden har lyckats skapa en meravkastning jämfört med marknaden i stort.

Aktiv risk

Variationen i den aktiva avkastningen. Mäts som tracking error (se nedan).

ALM-analys

Analys genom Asset/Liability Modelling (tillgångs-/skuldanalys). Studerar i statistiska simuleringar hur portföljer med olika tillgångsmix klarar fondens åtaganden. Ligger till grund för AP3s långsiktiga tillgångsfördelning.

Buffertfond, buffertkapital

Utgörs av Första till Fjärde samt Sjätte AP-fonderna. Bufferfondernas uppgift är dels att jämna ut tillfälliga variationer mellan pensionsavgifter och pensionsutbetalningar, dels att bidra till pensionssystemets långsiktiga finansiering.

Bromsmekanism

Inträder om det uppkommer varaktiga underskott i pensionssystemet. Innebär att indexuppräknningen av pensionerna reduceras, tills dess att pensionssystemet är i balans igen. Kallas även automatisk balansering.

Fondstyrka

Ett teoretiskt mått på hur många år som buffertfonderna räcker till för pensionsutbetalningar, om fonderna inte får inflöden från pensionsavgifter.

Indexförvaltning

Kapitalförvaltning där värdet på tillgångarna utvecklas identiskt med ett (standardiserat) index.

Informationskvot

Mått på aktiv avkastning per enhet risk. Mäter hur väl fonden får betalt för att ta risk och avvika från referensportföljen/index. Informationskvot är den aktiva avkastningen dividerat med tracking error.

Jämförelseindex

Ett mått på marknadsutvecklingen för en viss tillgång. Det standardiserade marknadsindex som en portfölj mäter sig mot.

Kreditobligation

Räntebärande värdepapper med högre risk än statsobligationer, exempelvis företagsobligationer och bostadsobligationer. De obligationer som emitteras av företag och bolåneinstitut.

Passiv förvaltning

Ett annat ord för indexförvaltning (se ovan).

Referensportfölj

Fondens långsiktiga tillgångsfördelning. Uppvisar enligt AP3s analys bäst egenskaper i förhållande till fondens åtaganden i pensionssystemet.

Riskjusterad avkastning

Ett sätt att utvärdera en förvaltningsprestation där den aktiva avkastningen ställs i relation till hur stora risker (mätt som avvikelser från index) som har tagits i förvaltningen. Den aktiva avkastningen (se ovan) per enhet risk.

Sektorallokering/sectorstrategi

Den del av investeringsprocessen som fokuserar på att över- eller undervikta olika aktiemarknadssektorer (branscher) i förhållande till index.

Sharpe-kvot

Ett mått på riskjusterad avkastning. Den avkastning som överstiger den riskfria räntan, per enhet risk.

Taktisk tillgångsallokering

Över- eller underviktning av olika tillgångsslag (aktier, räntebärande tillgångar och regioner) i förhållande till referensportföljen i syfte att generera meravkastning.

Tracking error

Mäter osäkerheten i den aktiva avkastningen. Mäts som standardavvikelse, spridning. Måttet beskriver hur mycket risk man måste ta för att nå en viss aktiv avkastning. Historisk (ex post) tracking error beskriver variationen i den realiserade aktiva avkastningen och mäter således förvaltningens risknivå i efterhand. Förväntat (ex ante) tracking error är en framåtblickande prognos byggd på estimat av historiska varianser och kovarianser.

Valutasäkring

Neutralisering av den risk det innebär att placera i en annan valuta än svenska kronor (valutarisk), där exponering i utländsk valuta via valutatermin omvandlas till svenska kronor.

Övervikt/undervikt

Vikten för en viss tillgång eller för ett visst värdepapper i förhållande till dess vikt i referensportföljen eller marknadsindex. Aktiv förvaltning innebär att man försöker identifiera felprissättningar i marknaden och övervikt respektive undervikt de tillgångar som man tror kommer att utvecklas bättre respektive sämre än övriga delar av marknaden.



Denna årsredovisning är producerad av AP3 i samarbete med:
Projektledning och grafisk produktion: Edita Communication AB.
Grafisk form: Tommy Säflund Design AB. *Foto:* Elisabeth Ohlson.
Tryck: Edita Västra Aros, Västerås 2003.



Postadress: Box 1176 · 111 91 Stockholm · Besöksadress: Vasagatan 11 · Stockholm
Telefon 08-555 17 100 · Fax 08-555 17 120 · www.ap3.se