



Tredje AP-fonden

Årsredovisning 2003

Tema



Niklas Ekvall
om effektiva
portföljstrukturer
Sid 37



Cecilia Sved
om att vara
"förvaltare av
förvaltare"
Sid 41



Bengt Hansson
om sambandet
mellan demografi
och tillgångspriser
Sid 44



Innehåll

- 4 Tabellförteckning**
- 5 Året i korthet**
- 6 VD-ord – Nyttig debatt om förtroende och ansvar**
- 8 Vårt uppdrag – Förvalta svenska folkets pensionskapital**
- 9 Placeringspolicy – Bästa möjliga avkastning till låg risk**
- 13 Riskhantering – Hög prioritet på AP3**
- 14 Ägarpolicy – Målet är att vara en tydlig och självständig röst i ägarfrågor**
- 15 Miljö- och etikpolicy – Vi verkar för uppförandekoder**
- 16 Marknadsutveckling och förvaltningsresultat 2003 – Börsuppgång gav god avkastning på fondkapitalet**
- 22 Förvaltningsberättelse 2003**
- 26 Tabeller:**
 - 26 Portföljöversikt
 - 27 Avkastning och risk
Valutaexponering
 - 28 Internt förvaltat aktieportfölj
 - 29 Onoterade aktier
Ränteportfölj
 - 30 Extern förvaltning
- 31 Resultat- och balansräkning**
- 31 Redovisningsprinciper och noter**
- 36 Revisionsberättelse**
- 37 Temaartiklar**
 - 37 Några tankar kring separation av risker och effektiva portföljstrukturer av Niklas Ekvall
 - 41 Så ska AP3 bli en ledande "förvaltare av förvaltare" av Cecilia Sved
 - 44 Sambandet mellan demografi, tillgångspriser och kapitalavkastning av Bengt Hansson
 - 48 Indirekta investeringar i onoterade aktier – så fungerar det i praktiken av Bengt Hellström
- 50 Styrelse**
- 51 Medarbetare**
- 54 Ordlista**

Tabellförteckning

Tabeller och figurer, sid 5–25	sid
AP3-portföljens marknadsvärde över tiden	5
Fondkapitalets förändring 2003	5
AP3s referensportfölj 2004	5, 9
Det nya pensionssystemet	8
Pensionssystemets balansräkning, 31 dec 2002	8
AP3s referensportfölj 2003	9
Valutasäkringskvoter i referensportföljen 2004	10
Aktiv och passiv förvaltning i AP3 portfölj 2003	11
Intern och extern förvaltning i AP3s portfölj 2003	11
AP3s investeringsprocess	12
Förvaltningsstruktur	12, 23
Aktiv avkastning per huvudtillgångsslag. Internt och externt förvaltade tillgångar (i SEK, exklusive valutasäkring)	16, 27
Aktiv avkastning för den marknadsnoterade portföljen	16, 27
Avkastning på AP3s tillgångar under 2003, mätt i lokala valutor	18
Externa förvaltningsuppdrag 2003-12-31	20
Fondkapitalets förändring 2003	22
Pensionskapitalets förändring 2001-2003	22
Förändring i referensportföljen 2004, procentenheter	22
Aktiv avkastning	23, 27
Större kostnadsposter	23
Antal anställda i fondens olika verksamheter december 2003	24
Intäkter från värdepapperslån 2003	24
Fem motparter som den svenska och den interna europeiska aktieförvaltningen samt rebalanseringshanteringen har betalat mest courtage till under 2003	25
Fem motparter som förmedlat störst affärsvolym inom ränte- och valutaförvaltningen under 2003	25

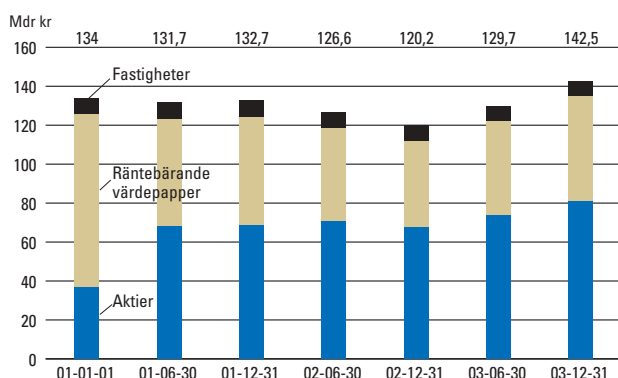
Tabeller och figurer i tabelldelen, sid 26–30	sid
Portföljöversikt	
Marknadsvärde per huvudtillgångsslag	26
Indexstruktur	26
Referensportfölj och faktisk portfölj	26
Risklimiter	26
Fondkapitalets avkastning sedan start	26
Avkastning och risk	
Avkastning och risk för totalportföljen (före kostnader exklusive fastigheter)	27
Aktiv avkastning per huvudtillgångsslag. Internt och externt förvaltade tillgångar (i SEK, exklusive valutasäkring)	27
Aktiv avkastning	27
Aktiv avkastning för den marknadsnoterade portföljen	27
Valutaexponering	
Valutaexponering per tillgångsslag	27
Valutasäkringskvoter i referensportföljen 2004	27
Internt förvaltat aktieportfölj	
Aktieportfölj	28
Fem största ägarandelarna (röster) i den internt förvaltade aktieportföljen per 2003-12-31	28
Omsättningshastighet	28
Portföljkoncentration, internt förvaltade aktieportföljer	28
Största aktiva positioner	28
Benchmark-täckning, internt förvaltade aktieportföljer	28
Tracking error och beta för internt förvaltade aktieportföljer	28
Onoterade aktier	
Investeringar i onoterade aktier	29
Ränteportfölj	
Kreditstruktur för nominella ränteportföljen	29
Genomsnittlig löptid (modifierad duration) per 2003-12-31 i ränteportföljen (inklusive externt förvaltade portföljer)	29
Fördelning per ratingkategori (S&P) i kreditportföljen	29
Fem största företagsobligationsinnehaven i interna ränteportföljen	29
Extern förvaltning	
Externa förvaltningsuppdrag 2003-12-31	30
Avkastning på externt förvaltade medel	30

Året i korthet

Förvaltningsresultat 19,8 miljarder kronor

Förvaltningsresultatet för 2003 uppgick till 19,8 miljarder kronor vilket motsvarar en totalavkastning på 16,2 procent, efter kostnader och justerat för nettoflöden. För den marknadsnoterade delen av portföljen, som exkluderar fastigheter och onoterade aktier, var avkastningen 17,2 procent. Detta var något lägre än avkastningen för fondens referensportfölj som uppgick till 17,3 procent.

Figur 1
AP3-portföljens marknadsvärde över tiden



Fondkapital 142,5 miljarder kronor

Värdet på fondkapitalet uppgick den 31/12 2003 till 142,5 miljarder kronor, vilket kan jämföras med 120,2 miljarder kronor vid årets ingång. Under året erhöll fonden ett nettoinflöde av kapital om totalt 2,6 miljarder kronor. Detta kan till största delen hänföras till ett positivt netto av inbetalda pensionsavgifter och utbetalda pensioner.

Tabell 1
Fondkapitalets förändring 2003

Mkr	
Ingående pensionskapital	120 211
Pensionsavgifter	41 481
Pensionsutbetalningar	-39 057
Avgift till RFV:s administration	-281
Överfört från avvecklingsfonderna	424
Årets resultat	19 758
Summa fondkapital 31/12	142 536

Referensportfölj med 55 procent aktier

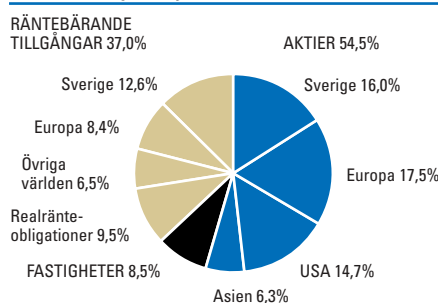
Den positiva avkastningen på fondkapitalet under 2003 förklaras av en kraftig återhämtning på världens aktiemarknader. Andelen aktier i AP3s långsiktiga tillgångsfördelning, den så kallade referensportföljen, uppgår till 54,5 procent. Referensportföljens sammansättning bestäms utifrån en analys av vad som bedöms vara långsiktigt bäst för pensionssystemet. Referensportföljen består till 55 procent av utländska tillgångar.

Ny referensportfölj 2004

Under 2003 genomfördes en ny uppdatering av ALM-studien som resulterade i att styrelsen beslutade om

vissa justeringar av 2004 års referensportfölj. I aktieportföljen ökar andelen asiatiska aktier samtidigt som andelen amerikanska aktier minskar. I ränteportföljen ökar andelen reala obligationer på bekostnad av nominella obligationer. Dessutom sker övergång till en referensportfölj med så kallade halvrlörliga vikter, vilket innebär att de olika tillgångsslagen tillåts variera från sina målvikter inom ett intervall på ± 3 procentenheter. Målet är att minska de transaktionskostnader som är förknippade med ombalansering av portföljen till följd av marknadsrörelser.

Figur 2
AP3s referensportfölj 2004



Förbättrad riskspridning

AP3 arbetar kontinuerligt med att öka riskspridningen i portföljen genom att investera i nya marknader. Under 2003 investerade fonden för första gången i amerikanska och europeiska småbolagsaktier samt amerikanska högavkastande obligationer. Under 2004 planeras en diversifiering genom investeringar i utländska realränteb obligationer. Vi kommer även att studera möjligheterna att expandera fondens investeringar i tillväxtmarknader (emerging markets).

Valutarisk 9,0 procent

Vid årets slut uppgick fondens valutarisk till 9,0 procent av totalportföljen, motsvarande 12,8 miljarder kronor. För 2004 har fonden valt att öka valutarisken i referensportföljen till 19,3 procent, vilket dock fortfarande är en väsentligt lägre exponering än de maximala 30 procent som lagen tillåter.

Minskade interna förvaltningskostnader

Fondens förvaltningskostnader uppgick under 2003 till 235 miljoner kronor. Exklusive kostnader för extern förvaltning uppgick kostnaderna till 125 miljoner kronor, vilket är en minskning med 6 miljoner kronor jämfört med 2002. Samtidigt ökade kostnaderna för extern förvaltning till följd av en ökad andel aktiv förvaltning samt nya investeringar i fonder för onoterade aktier.

VD-ord

Nyttig debatt om förtroende och ansvar

2003 har varit ett år då begrepp som förtroende, ansvar och etik hamnat i fokus i debatten. Även om man kan beklaga de händelser som utlöste detta intresse, är det en nyttig debatt. Det har satt fokus på den viktiga frågan om maktbalans. Jag läste för länge sedan ett citat av Lord Acton, som levde i slutet av 1800-talet: "Power tends to corrupt, and absolute power corrupts absolutely."

Jag tror att närhelst maktbalansen rubbas skapas en grogrund för korrupt beteende. Många av de skandaler vi har bevittnat de senaste åren har sitt ursprung i en bristande maktbalans mellan företaget och dess intressenter. I flera fall är det vi ägare som inte har levt upp till vårt ägaransvar. Aktiebolagslagen definierar tre beslutsorgan: bolagsstämman, styrelsen och VD. Om ägarna inte tar sitt ansvar via bolagsstämman rubbas balansen. Kapitalism utan ägare fungerar inte.

Ett centralt tema i AP3s nya och utvecklade ägarpolicy – som antogs av styrelsen i oktober 2003 – är att vi vill bidra till att skapa en bättre maktbalans mellan ägare och företagsledning. För att leva upp till detta måste vi vara beredda att avsätta de resurser som krävs för att utöva ett kompetent och självständigt ägarskap.

Företagsledning och styrelse ska veta vad vi som ägare står för. Bolagen har också rätt att ställa krav på AP3 som ägare. Vi vill leva upp till rollen som tydlig, konstruktiv och påläst samtalspartner.

Mitt jobb som VD för AP3 är ett uppdrag förenat med ett särskilt ansvar. De människor vars pensionskapital vi förvaltar har inte haft möjlighet att välja mellan olika förvaltare. Vi bör därför ställa oss frågan: Om vi hade varit tvungna att konkurrera om spararnas förtroende – vad hade då fått dem att välja just oss? Det är svaret på denna fråga som utgör grunden för AP3s förtroendekapital.

Komplex uppgift

All verksamhet på AP3 genomsyras av det övergripande målet: Att skapa en hög avkastning till låg risk, där risk mäts i termer av framtida pensionsutbetalningar. Denna uppgift är komplex. Det råder stor osäkerhet om bland annat den demografiska utvecklingen, den ekonomiska tillväxten, arbetskraftsdeltagandet och avkastningen på de möjliga placeringsalternativen. Den portföljmix vi väljer att investera svenska folkets pensionskapital i måste ta hänsyn till många möjliga scenarier. Vi är också, enligt lagens uttalade krav, skyldiga att välja en portföljmix som är neutral mellan generationer. Vi kan exempelvis inte placera hela kapitalet i korta statspapper (det ur traditionell synvinkel minst riskfyllda alternativet) eftersom det

"Bolagen har också rätt att ställa krav på AP3 som ägare. Vi vill leva upp till rollen som tydlig, konstruktiv och påläst samtalspartner."



– Öppenhet för nya idéer är ett av våra kärnvärden inom Tredje AP-fonden, säger Tomas Nicolin.

skulle gynna dagens pensionärer på bekostnad av framtida generationer.

När vi vägt samman alla dessa hänsyn har vi inte valt den portfölj som förväntas ge den högsta avkastningen i genomsnitt, utan en portfölj som ger en större trygghet för pensionssystemet i olika riskscenarier. Analysen bakom detta är enkel: Vi tror att för de flesta är den upplevda skadan av att få en hundralapp mindre i pension större än nyttan av att få ett motsvarande extratillskott på hundra kronor, särskilt för de sämst ställda pensionärerna.

Svenska folket har rätt att kräva att det statliga pensionskapitalet förvaltas minst lika bra som det privata pensionssparandet.

Kapitalförvaltningsbranschen utvecklades snabbt och särskilt de senaste åren – efter borsrasen – har präglats av nytänkande, med nya förvaltningsprodukter och metoder. Just öppenhet för nya idéer är ett av våra kärnvärden inom Tredje AP-fonden. Vår ambition är att ständigt ligga i framkanten för utvecklingen inom vår bransch.

Det gångna året har varit ett intensivt år på AP3. Alla delar av organisationen har varit inblandade i ett eller flera större utvecklingsprojekt.

Utvecklingsprojekt under 2003

Nytt tänkande för en effektiv portföljstruktur. Detta projekt är ett exempel på den långsiktiga idéutveckling som vi arbetar med. Här tittar vi på möjligheter att dela upp förvaltningen i starkt specialiserade mandat, vissa inriktade på exponering mot den breda marknadsrisken ("index") och andra inriktade på den specifika risk som är förknippad med en investering i ett enskilt värdepapper. Här kan finnas möjligheter att sänka förvaltningskostnader och förbättra avkastningen på portföljen. Läs mer om dessa tankar i vice VD Niklas Ekvalls temartikel på sidan 37.

Utvecklad strategi för extern förvaltning. Ungefär en fjärdedel av AP3s portfölj förvaltas av externa samarbetspartners. Här arbetar vi med att utveckla processen för att handla upp de bästa förvaltarna inom varje tillgångsslag. Fokus ligger också på hur vi ska identifiera den bästa kombinationen av förvaltare, genom att tillämpa modern portföljteori. På sidan 41 skriver Cecilia Sved om AP3s strategi för att bli en ledande "förvaltare av förvaltare".

Nytt portföljsystem. För att AP3s förvaltning fullt ut ska kunna ta vara på framtidens möjligheter krävs ett systemstöd i toppklass. Under 2003 inledde AP3 en upphandling av ett nytt portföljsystem. Våra krav är högt ställda. Bara en handfull leverantörer i världen kan idag leverera ett system som kommer i närheten av att uppfylla våra krav. Målet är att hitta en samarbetspartner som kan utveckla ett flexibelt system som klarar av att hantera den ständigt växande floran av nya finansiella instrument.

Nytt system för avkastningsanalys. På AP3 eftersträvar vi att bryta ned portföljförvaltningen i många beslutspunkter i syfte att få en bra avkastning och riskspredning. Med ett sådant arbetssätt är det viktigt att noga kunna mäta risk och avkastning för varje enskild beslutspunkt. Under 2003 har fondens enhet för kvantitativ analys upphandlat ett nytt system för avkastningsanalys, skräddarsytt för AP3s behov.

Nya rön inom ALM-analysen. Analys av vilken portföljmix som skapar störst nytta för pensionssystemet (så kallad ALM-analys) är en viktig del av AP3s uppdrag. Varje år genomförs en uppdaterad och fördjupad analys, med målet att vi hela tiden ska lära oss mer om detta komplexa område. Nytt för i år är att vikterna för olika tillgångsslag i referensportföljen nu definieras som intervall istället för en fast vikt. Härmed fångar vi upp det faktum att det är omöjligt att exakt veta vilken aktieandel som är optimal. Med detta upplägg kan vi minska transaktionskostnaderna i vår förvaltning.

Dessa projekt är bara några exempel på det omfattande utvecklingsarbete som bedrivits på AP3 under året. Det är denna anda av nytänkande, kreativitet och individuellt ansvarstagande som gör jobbet som VD för AP3 så spännande. Jag är också helt övertygad om att denna strategi är en förutsättning för att vi ska kunna förtjäna svenska folkets förtroende att förvalta deras pensionskapital.

16 procents avkastning

Avkastningen på AP3s portfölj uppgick till 16 procent under 2003. Detta är väsentligt högre än vad AP3-portföljen långsiktigt kan väntas uppvisa. När detta skrivs är hela värdeminskningen från börskraschen återtagen. Fondens prestation ska dock rätteligen mätas i relativa

termer, det vill säga om vi genom aktiv förvaltning lyckats skapa en meravkastning jämfört med marknaden i stort. Under fjolåret nådde AP3 inte upp till styrelsens mål att överträffa referensportföljens

avkastning med 0,4 procentenheter per år. Portföljens avkastning (efter kostnader) var 0,2 procentenheter lägre än referensportföljens avkastning.

Även om vi totalt sett inte kan vara nöjda med fjolårets relativa förvaltningsprestation, vill jag dock framhålla att vi inom vissa delar av förvaltningen lyckats utomordentligt väl. Jag tänker då i första hand på vår interna ränte- och valutaförvaltning som under 2003 skapade ett resultat som med god marginal placerar dem i den översta kvartilen bland konkurrerande förvaltare.

Under året har fonden fått en ny ordförande, Claes de Neergaard har efterträtt Johan Björkman. Johan Björkman har lett fonden i fjorton års tid och inte minst det viktiga omställningsarbetet från den gamla Femte fondstyrelsen till den nya fondens mer krävande uppgift. Hans erfarenhet och stöd har varit ovärderligt.

Jag har nyligen tackat ja till ett nytt uppdrag, vilket innebär att jag kommer att lämna AP3 under 2004. Arbetet som VD för AP3 har varit oerhört stimulerande. Det är få förunnat att få rekrytera och arbeta tillsammans med så kompetenta medarbetare. Jag vet att AP3s medarbetare kommer att fortsätta arbetet med att stärka AP3s position som en internationellt ledande förvaltningsorganisation.

Stockholm den 12 februari, 2004



Tomas Nicolin
Verkställande direktör

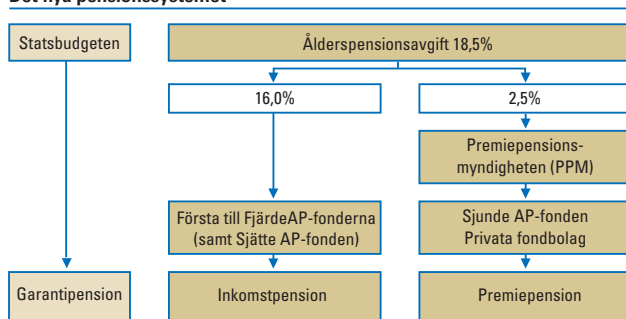
Vårt uppdrag

Förvalta svenska folkets pensionskapital

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 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). Denna del förvaltas av privata fondförvaltare samt av Sjunde AP-fonden.

Figur 3
Det nya pensionssystemet



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 balanstal, som visar hur stora systemets tillgångar är i förhållande till dess skulder. Figur 4 visar pensionssystemets balansräkning

vid årsskiftet 2002/2003. 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 att förvalta fondkapitalet så att risken för att den automatiska balanseringen aktiveras blir så liten som möjligt.

Figur 4 Pensionssystemets balansräkning, 31 dec 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

Placeringsregler

AP-fonderna är helt oberoende av varandra och ska självständigt fastställa sina placeringspolicys och investeringsstrategier. 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.

Styrning och uppföljning

AP3 är en statlig myndighet. Det innebär till exempel att vi lyder under offentlighetsprincipen och lagen om offentlig upphandling. Dock finns det flera viktiga skillnader mellan AP3 och myndigheter i allmänhet.

- Fonden har en egen styrelse som tillsätts av regeringen. Styrelsen har fullt ansvar för verksamheten.
- Fondens verksamhet regleras endast i lag. Regeringen kan inte reglera verksamheten genom att meddela direktiv.
- Fonden har egna externa revisorer.
- Fonden utvärderas varje år av regeringen.

Läs mer om AP3s uppdrag och placeringsregler på www.ap3.se



”Åtagandet att förvalta bufferten i det allmänna pensionssystemet är komplext. Vi har lagt ned ett betydande arbete på att analysera fondens åtagande, inte minst vad gäller viktiga antaganden och belysning av riskscenarier. Vi har prioriterat att studera den akademiska forskningen på dessa områden och hitta nya möjligheter att praktiskt tillämpa de senaste landvinningarna.”

Bengt Hansson, chefekonom

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 till en låg risknivå.

Placeringspolicyn beskriver fondens strategi för att sköta det förvaltningsuppdrag som vi har fått av riksdagen. Policyn består av tre strategiområden. Varje område syftar till att uppnå det övergripande målet om bästa möjliga avkastning till låg risk.

1. *Referensportfölj.* Val av referensportfölj (ALM-analys) innebär en analys av vilken långsiktig tillgångsmix som gör störst nytta för pensionssystemet. Referensportföljen modelleras som en sammanvägd portfölj bestående av regionala index för aktier, obligationer och fastigheter och utgör en måttstock mot vilken fondens löpande förvaltningsprestation utvärderas.

2. *Förvaltningsstruktur.* Hur ska den teoretiska referensportföljen implementeras genom investeringar på olika marknader? På vilka delmarknader är det möjligt att skapa meravkastning i förhållande till marknaden i stort, det vill säga: var lönar det sig med aktiv förvaltning? I denna uppgift ingår också att avgöra vilka tillgångar som ska förvaltas i intern respektive extern regi.

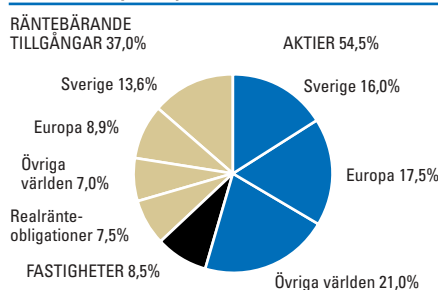
3. *Riskbudgetering.* Här fastställs gränsvärden för hur stora finansiella risker (det vill säga avvikelser mot referensportföljens vikter) som ska tillåtas inom olika förvaltningsmandat, så kallade risklimit.

Val av referensportfölj

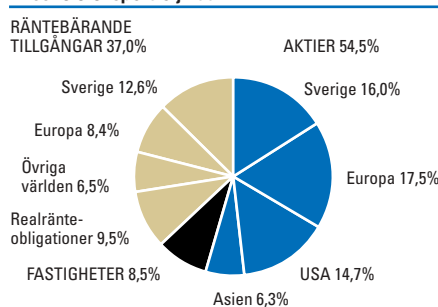
Att identifiera rätt långsiktig tillgångsmix är en nyckeluppgift för fonden. Detta arbete genomförs genom en så kallad ALM-analys (Asset/Liability Modelling, tillgångs-/skuldanalys). Genom att belysa sambanden mellan fondens tillgångssida (avkastning på fondkapitalet) och åtagandesida (belastningen på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

Fonden har gjort en årlig ALM-studie sedan 2000. Den senaste studien är således den fjärde. Syftet med att genomföra en ny analys varje år är att skapa möjlig-

Figur 5
AP3s referensportfölj 2003



Figur 6
AP3s referensportfölj 2004



het att löpande kunna dra nytta av ny tillgänglig information, om exempelvis demografi och tillgångspriser. Detta arbetssätt möjliggör också en kontinuerlig förbättring av analysmetodiken.

Liksom i alla modeller är slutsatserna inom ALM-analys beroende av de antaganden som görs. Ett huvudtema i 2003 års ALM-studie var att fördjupa känslighetsanalysen, det vill säga analysen av konsekvenserna av alternativa antaganden. ALM-analysen bygger på två huvudgrupper av antaganden: demografi och tillgångspriser.

Fonden gör inga egna demografiska prognoser, utan använder de framskrivningar som Riksförsäkringsverket har gjort, baserat på SCBs befolkningsprognoser. I 2003 års ALM-analys användes dessutom ett antal riskscenarier som tagits fram enligt ett särskilt uppdrag från AP-fonderna. Syftet var att förstå hur olika demografiska faktorer (medellivslängd, arbetskraftsdeltagande, födelsetal, nettoinvandring och så vidare) påverkar belastningen på buffertfonderna.

”På AP3 gör vi varje år en förnyad analys av vilken tillgångsmix som gör störst nytta för pensionssystemet – så kallad ALM-analys. På så sätt har vi möjlighet att kunna dra nytta av ny tillgänglig information, om exempelvis demografi.

Vi jobbar också hårt med att utveckla våra analysmetoder och ta till oss nya idéer.”

Niklas Ekvall, vice VD och Chief Investment Officer



Antaganden om tillgångspriser har tagits fram på två sätt. Dels har fonden arbetat fram egna antaganden, grundade på en genomgång av aktuell teoretisk och empirisk forskning på området. Dels har vi genomfört seminarier med några internationellt ledande förvaltare, konsulter och investmentbanker. Denna breda ansats har syftat till att ge ett bra underlag för analys av olika scenarier. Antagandena omfattar förväntad avkastning och standardavvikelse för olika tillgångar i olika regioner. Prognoser görs dels på medellång sikt (definierat som en konjunkturcykel eller 5–6 år), dels på lång sikt. Distinktionen mellan olika tids horisonter gör det möjligt att ta hänsyn till tillfälliga 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.

Analysprocessen sker i två steg

Steg ett: Identifiera den långsiktigt optimala aktieandelen. Vi söker efter en portfölj som visar ett bra genomsnittligt utfall för pensionssystemet och samtidigt bidrar till en låg sannolikhet för kännbara effekter av den så kallade automatiska balanseringen. Denna innebär att pensionerna inte räknas upp i utlovad takt om pensionssystemet drabbas av underskott. Portföljen ska dessutom vara neutral mellan generationer; ingen generation ska gynnas eller missgynnas i förhållande till andra generationer. Analyshorizonten är 40 år.

Steg två: Identifiera optimala vikter för olika regionala marknader inom tillgångsslagen aktier och räntebärande. I denna fas ingår också att bestämma valutasäkringskvoter för aktier respektive obligationer som bland annat baseras på prognoser om valutakursutvecklingen på medellång sikt.

Halvrörliga vikter i referensportföljen 2004

Den senaste ALM-studien bekräftade tidigare års resultat att den optimala aktieandelen ligger i intervallet 52–57 procent. Dessa portföljer uppfyller bäst de krav vi ställt upp. Därför sker ingen förändring i referensportföljens aktieandel under 2004.

Från och med 2004 kommer vikterna för huvudtillgångsslagen i referensportföljen inte längre att vara fasta,

utan tillåts variera inom ett intervall som motsvarar målvikten ± 3 procentenheter. En viktig fördel med halvrörliga vikter är att det blir möjligt att minska de transaktionskostnader som är förknippade med ombalanseringar av portföljen till följd av marknadsrörelser.

Dessutom görs, med utgångspunkt från reviderade antaganden om avkastning på medellång sikt, ett antal justeringar av referensportföljens vikter:

- Andelen asiatiska aktier ökar med två och en halv procentenheter medan amerikanska aktier minskar i motsvarande grad.
- Andelen realränteobligationer ökar med två procentenheter medan nominella obligationer minskar i motsvarande grad. Portföljen diversifieras genom att fonden nu kommer att investera i utländska realränteobligationer.
- Valutasäkringskvoten för utländska aktier sänks från 75 procent för alla valutor till 65 procent för USDollar, 50 procent för europeiska valutor och 30 procent för asiatiska valutor. Detta innebär att valutaexponeringen i referensportföljen kommer att öka från 10,8 till 19,3 procent¹. Denna exponering understiger dock med god marginal det övre tak för valutarisk på 30 procent som lagen stadgar för 2004.

Tabell 2
Valutasäkringskvoter i referensportföljen 2004 (2003 inom parentes)

	Bruttoexponering i % av referens- portföljen	Valuta- säkringskvot, %	Nettoexponering i % av referens portföljen
Utländska obligationer	14,9 (15,9)	100 (100)	0
Utländska aktier	38,5 (38,5)	52 (75)	18,3 (9,6)
Svenska aktier med utländsk juridisk hemvist	1,0 (1,2)		1,0 (1,2)
Referensportföljen	54,4 (55,6)		19,3 (10,8)

Kommande ALM-projekt

Fonden arbetar kontinuerligt med att förbättra och utveckla ALM-analysen. Under 2003 startades ett antal utvecklingsprojekt som kommer att fortsätta även under 2004. Bland dessa kan följande tre nämnas:

Tillväxtmarknader. Vi kommer att analysera om en breddning av fondens investeringar i tillväxtmarknader

¹ Observera att även aktier noterade på Stockholmsbörsen med utländsk juridisk hemvist räknas som exponerade för valutarisk.



”Målet med ALM-analysen är att hitta en portfölj som ger bra avkastning, men som samtidigt ger en låg risk för kännbara effekter av den så kallade automatiska balanseringen. Den innebär att pensionerna inte räknas upp i utlovad takt om pensionssystemet drabbas av underskott. Vår beräkningshorisont är 40 år.”

Claudia Stanghellini, kvantitativ analytiker inom ALM-analys

(emerging markets) kan bidra till riskpridning och avkastning i portföljen.

Optionsstrategier. Vi undersöker om man långsiktigt och strategiskt kan använda optionsliknande instrument för att förbättra portföljens egenskaper. Preliminära resultat tyder på att sådana möjligheter finns, under vissa förutsättningar. Det finns dock betydande praktiska problem med att tillämpa dessa strategier. Vi kommer att fortsätta studera detta område.

Dynamiska allokeringsregler. Borde referensportföljens sammansättning på ett mekaniskt sätt kopplas till pensionssystemets nyckeltal? Man skulle exempelvis kunna tänka sig att vissa nivåer på balanstalet automatiskt ska leda till en omviktning mellan aktier och räntebärande tillgångar. Vi har studerat ett antal sådana tänkbara beslutsregler, men inte hittat någon regel som förbättrar portföljens egenskaper på ett märkbart sätt. Vi kommer dock att fortsätta med nya analyser under 2004.

Förvaltningsstruktur

Beslutet att fastställa fondens förvaltningsstruktur består av två delar:

1. Att praktiskt implementera referensportföljen genom investeringar i olika marknader.
2. Att skapa bästa möjliga förutsättningar för uppgiften att skapa meravkastning i förhållande till referensportföljen.

Aktiv och passiv förvaltning i AP3s portfölj 2003

Aktiv förvaltning	Passiv förvaltning
<ul style="list-style-type: none">• Svenska och utländska obligationer• Valutor• Svenska aktier• Delar av den europeiska aktieportföljen• Asiatiska aktier• Amerikanska småbolag• Europeiska småbolag	<ul style="list-style-type: none">• Amerikanska storbolag• Delar av den europeiska aktieportföljen

Intern och extern förvaltning i AP3s portfölj 2003

Intern förvaltning	Extern förvaltning
<ul style="list-style-type: none">• Svenska och utländska obligationer• Valuta• Svenska aktier• Aktiv förvaltning av europeiska aktier	<ul style="list-style-type: none">• Amerikanska och asiatiska aktier• Amerikanska företagsobligationer• Europeiska småbolagsaktier• Amerikanska småbolagsaktier• Passiv förvaltning av europeiska aktier

För att klara detta krävs en strukturerad beslutsprocess med följande steg:

Var lönar det sig med aktiv förvaltning?

Här tittar man på graden av effektivitet och konkurrens inom varje enskilt marknadsegment. Användbara indikatorer på detta är bland annat: antalet professionella investerare, antalet analytiker som täcker marknaden, diversifieringsmöjligheter, likviditet och historisk aktiv avkastning hos enskilda aktiva förvaltare.

Val mellan intern respektive extern förvaltning

Här görs en bedömning av den interna förvaltningsorganisationens förmåga att skapa aktiv avkastning inom ett visst förvaltningsmandat. Detta beslut måste också ta hänsyn till att det finns positiva biffekter med att ha en intern förvaltningsorganisation. Inte minst bidrar det till att bibehålla den kunskapsbas som krävs för att kunna vara en bra beställare av externa förvaltningstjänster. Men det är ändå viktigt att kontinuerligt utvärdera den interna förvaltningens prestationer i förhållande till externa konkurrenter.

Antal förvaltare inom aktiva mandat

Ju fler förvaltare, desto bättre riskspredning. Men samtidigt tenderar förvaltningskostnaderna att öka med antalet förvaltare. Här gäller det att göra en avvägning av vad som är optimalt.

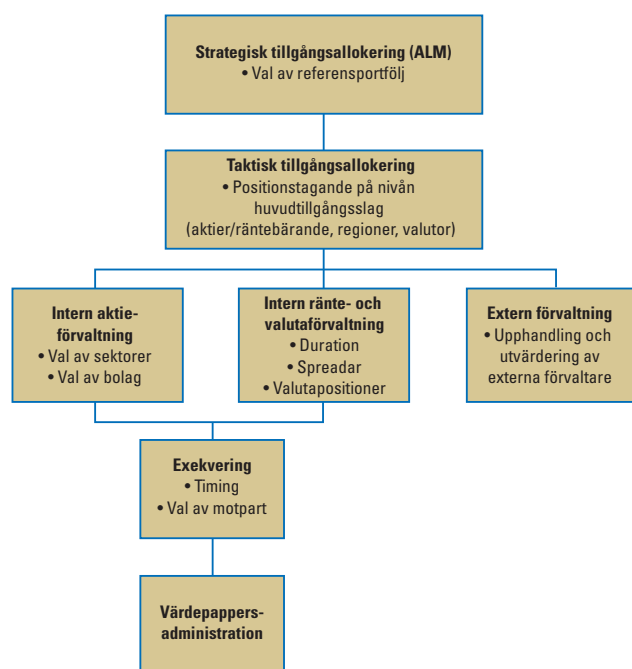
Investeringsprocess. Detta innebär att fastställa beslutsstrukturen i fondens investeringsprocess, det vill säga att definiera beslutspunkterna och hur de

”För 2004 minskar vi valutasäkringen av utländska aktier. Tidigare valutasäkrade vi 75 procent av valutarisken för alla utländska aktier. Nu minskar vi denna andel till 65 procent för USA-dollar, 50 procent för europeiska valutor och 30 procent för asiatiska valutor.”

Matthias Buhr-Berg, valutaförvaltare



Figur 7
AP3s investeringsprocess



förhåller sig till varandra. AP3s investeringsprocess beskrivs schematiskt i figur 7.

Mål för aktiv avkastning och risk. På delmarknader där man valt aktiv förvaltning måste man sätta upp realistiska mål för aktiv avkastning och aktiv risk (tracking error).

Riskbudgetering

Riskbudgetering innebär att löpande fastställa risklimiten och mål för aktiv avkastning för varje enskild beslutspunkt i investeringsprocessen. Målet är att maximera den aktiva avkastningen inom ramen för det riskmandat som styrelsen fastställt. Till skillnad från beslut om förvaltningsstrukturen, som är av mer långsiktig och principiell karaktär, innebär riskbudgeteringsarbetet ofta löpande revideringar. Motiven till revideringar kan vara flera:

Förändrade marknadsförutsättningar. Om exempelvis volatiliteten på en viss marknad förändras kraf-

tigt eller korrelationen mellan olika förvaltare bryter mot tidigare mönster.

Avvikelser från målen för aktiv avkastning och risk. Förvaltningsprestationen utvärderas löpande inom ramen för riskkontroll och performanceanalys.

För stor påverkan på total risk från en specifik beslutspunkt. Detta kan motivera omfördelning av risklimiten mellan olika beslutspunkter.

Ansvarig för riskbudgeteringen på AP3 är fondens vice VD och Chief Investment Officer Niklas Ekvall. För metodutveckling och löpande produktion av analysunderlag ansvarar fondens kvantitativa analysgrupp. Under 2003 har AP3 sjuvänt ett projekt för att utveckla processerna för förvaltningsstruktur och riskbudgetering. Målet är att utveckla en konsekvent och repeterbar metodik, med tydligt definierade kriterier och beslutsregler.

Tabell 3
Förvaltningsstruktur

	Intern		Extern		Total	
	Mdr kr	Andel %	Mdr kr	Andel %	Mdr kr	Andel %
Aktiv förvaltning	97,4	68	17,4	12	114,8	80
Passiv förvaltning	4,0	3	23,7	17	27,7	20
Total	101,4	71	41,1	29	142,5	100

Mål för avkastning och risk

Målet för AP3s förvaltning är att över en rullande femårsperiod överträffa referensportföljens avkastning med 0,4 procentenheter per år efter kostnader. Detta mål för aktiv avkastning kompletteras med målet att riskjusterad avkastning mätt som informationskvot² ska överstiga 0,2. AP3s avkastningsmål ska nås inom en risklimit för aktiv risk (tracking error²) på 4 procent.

Risklimiten på 4 procent aktiv risk är en övre gräns som inte ska överskridas och är inte ett riktmärke för den löpande risknivån i portföljen. Normalt bör risknivån för fonden ligga inom intervallet 1–2 procent, mätt som aktiv risk.

Ovanstående målformuleringar är för närvarande föremål för en översyn och kan komma att revideras under 2004.

² Informationskvot och tracking error definieras i ordlistan på sidan 54.



”Riskbudgetering är ett högt prioriterat område för oss på AP3. Det handlar om att bestämma mål för avkastning och risk för de olika förvaltningsmandaten, både för egna portföljförvaltare och för externa förvaltare. Målet för riskbudgeteringen är att maximera den aktiva avkastningen inom ramen för det tak för total aktiv risk som fastställs av styrelsen.”

Gunnar Dahlfors, kvantitativ analytiker

Riskhantering

Hög prioritet på AP3

AP3s uppdrag att förvalta svenska folkets pensionskapital är förenat med ett särskilt ansvar. Därför lägger vi stor vikt vid arbetet med att identifiera, analysera och hantera de risker som följer av fondens uppdrag. I AP3s verksamhet finns två riskdimensioner: risk som är relaterad till valet av referensportfölj och risk som är förknippad med den löpande förvaltningen av denna portfölj.

Det viktigaste riskhanteringsbeslutet i AP3s uppdrag att förvalta pensionskapitalet utgörs av valet av referensportfölj. I riksdagens uppdrag till AP-fonderna fastslås att den totala risknivån i förvaltningen ska vara låg och att risk ska tolkas i termer av framtida utbetalade pensioner. Detta innebär att analys av de riskmässiga konsekvenserna av olika portföljval för framtida utbetalade pensioner är en viktig del av AP3s uppdrag. I denna årliga analys har AP3 lagt särskilt stor vikt vid att genomföra känslighetsanalyser där effekterna av olika scenarier för demografi, tillgångspriser, tillväxt och inflation studeras. Dessa analyser ligger till grund för styrelsens beslut om referensportföljens sammansättning.

Finansiell risk: en förutsättning för god avkastning

All kapitalförvaltning är förknippad med olika typer av finansiella risker. Finansiellt risktagande är en förutsättning för att kunna skapa en avkastning som överstiger den riskfria räntan. För AP3 är därför exponering för finansiell risk nödvändig för att kunna uppnå målet om bästa möjliga avkastning på pensionskapitalet. Det finansiella risktagandet ska dock hanteras på ett kontrollerat sätt.

I Lagen om allmänna pensionsfonder fastställs vissa övergripande restriktioner för buffertfondernas exponering för finansiell risk. AP3s interna organisation för hantering av finansiell risk består av tre nivåer. *Den första nivån* är fastställande av tak för den sammanlagda finansiella risken och limiter för tillåtna avvikelser för vikterna för olika tillgångsslag i referensportföljen. Dessa beslut fattas av styrelsen.

Den andra nivån är riskbudgeteringen. Här fördelas den övergripande risklimiten på olika tillgångsslag, delportföljer och förvaltningsmandat. Ansvarig för riskbudgeteringen är AP3s vice VD och Chief Investment Officer Niklas Ekvall.

Den tredje nivån inom den finansiella riskhanteringen utgörs av den löpande kontrollen av att fastställda risklimiter och andra restriktioner inte överskrids. För att övervaka detta produceras dagliga rapporter. Ansvaret för att relevanta rapporter produceras och granskas åligger Compliance-funktionen. Den är organisatoriskt frikopplad från fondens övriga affärsverksamhet och rapporterar direkt till styrelsen.

Operationell risk

Operationell risk är de risker som är förknippade med den mänskliga faktorn, otillräckliga system eller yttre påverkan såsom brottslig handling eller katastrof. I syfte att minimera operationella risker eftersträvar fonden att i största möjliga utsträckning eliminera inslaget av manuella rutiner. Där manuella rutiner trots allt måste förekomma, sker en skriftlig dokumentation av dessa, vilken uppdateras löpande.

Fondens administrativa chef Sven Askenberger ansvarar för flertalet av de processer som utgör den operationella riskhanteringen. Därutöver har Compliance-funktionen ett övervakningsansvar.

Interna etiska riktlinjer

Styrelsen har antagit etiska riktlinjer för AP3s anställda. I dessa riktlinjer fastslås att verksamheten ska bedrivas på ett sätt som innebär att såväl riksdag och regering som allmänheten känner ett stort förtroende för vårt sätt att fullgöra vårt uppdrag. Riktlinjerna omfattar bland annat delområdena bisysslor, jäv, gåvor, representation och egna värdepappersaffärer.

Läs mer om AP3s riskhantering på www.ap3.se

”Uppdraget att förvalta svenska folkets pensionskapital är förenat med ett stort ansvar. Därför är det viktigt att AP3 agerar med en oklanderlig nivå på etik och moral i alla delar av vår verksamhet. I rollen som Compliance Officer ingår att utveckla interna regelverk och se till att de följs.”

Joakim Strid, Compliance Officer



Ägarpolicy

Målet är att vara en tydlig och självständig röst i ägarfrågor

Sedan starten av fondens nya förvaltningsmandat 2001 har AP3 kontinuerligt avsatt ökade resurser till ägarstyrningsfrågor. Fokus har legat på kompensationsfrågor och styrelsenomineringar. Under 2003 antog styrelsen en ny och utvecklad ägarpolicy i syfte att ytterligare stärka fondens arbete med ägarfrågor.

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.

Ett centralt tema i fondens ägarpolicy är att vi vill bidra till att värna maktbalansen mellan ägare och företagsledning genom att utöva ett tydligt och självständigt ägarskap. Men ägaransvar innebär inte bara att ställa krav. Ledning och styrelse har också rätt att ställa krav på AP3 som ägare. Vi strävar efter att leva upp till rollen som konstruktiv och påläst samtalspartner.

Ansvar för den löpande hanteringen av ägarfrågor ligger på en styrgrupp som består av VD, aktiechefen Magnus Eriksson, informationschefen Pernilla Klein och portföljförvaltaren Mats Andersson. Under 2003 ansvarade denna grupp för att ta fram ett utkast till en ny och utvecklad ägarpolicy, som antogs av styrelsen i oktober.

Fondens agerande under 2003

I samband med delårsrapporten för första halvåret 2003 publicerades en sammanfattning av AP3s arbete med ägarfrågor under bolagsstämamosäsongen 2003. AP3 har ambitionen att delta i samtliga bolagsstämmor i de svenska bolag som fonden äger aktier i. Under 2003 har fonden varit representerad vid totalt 62 ordinarie bolagsstämmor samt en extrastämma.

AP3 verkar aktivt för inrättande av nomineringskommittéer. Därför prioriterar vi också att ställa upp som kommittérepresentanter när vi tillfrågas. Under 2003 deltog AP3 i sammanlagt elva nomineringskommittéer. I AP3s arbete med styrelsenomineringar arbetar vi aktivt för att få till stånd en breddning av rekryteringsunderlaget. Vi har också verkat för att delar av styrelsearvodet ska vara rörligt och kopplat till bolagets utveckling. Under 2003 medverkade AP3 till en sådan förändring i SKF och Nobia.

Viktiga krav i den utvecklade ägarpolicyen

- AP3 verkar för införande av en systematisk utvärdering av styrelsearbetet. Detta är ett nödvändigt underlag för att nomineringskommittén ska kunna göra ett bra jobb.
- Synen på uppdraget som styrelseledamot måste förändras. Det är inte ett livslångt hedersuppdrag. Rotationen på ledamöter bör öka och att byta ut styrelseledamöter bör avdramatiseras.
- Nomineringskommitténs oberoende i förhållande till styrelsen bör stärkas. Därför bör kommittén ledas av en ägarrepresentant och inte av styrelsens ordförande, vilket är vanligt idag.
- Revision är en ägarfråga. Nomineringskommittén måste övervaka att styrelsen avsatt tillräcklig tid till revisionsfrågorna, bland annat vad gäller valet av revisor.
- Vi är positiva till prestationsbaserade ersättningar. Men det ska finnas en tydlig koppling mellan prestation och utfall.

AP3 eftersträvar att göra sin röst hörd på bolagsstämmor, även i de fall där fonden riskerar att inte få gehör för sin uppfattning. Under 2003 har AP3 bland annat drivit att VD inte ska sitta i styrelsen och att aktierelaterade incitamentsprogram ska tas upp som en kostnad i resultaträkningen.

Nomineringsarbetet inför bolagsstämamosäsongen 2004

Inför bolagsstämamosäsongen 2004 är AP3 representerad i nomineringskommittéerna i Alfa-Laval, Cardo, Getinge, Haldex, Höganäs, Munters, Nobia, ORC, SKF och Switchcore. Under 2004 kommer AP3 att skärpa kraven på att nomineringskommitténs arbete ska grunda sig på en utvärdering av styrelsearbetet.

Läs mer om AP3s ägarpolicy på www.ap3.se



"Varje företag är unikt. Ett konstruktivt ägarskap förutsätter en flexibel tillämpning av ägarpolicyen som tar hänsyn till bolagets olika förutsättningar."

Magnus Eriksson, aktiechef

Miljö- och etikpolicy

Vi verkar för uppförandekoder

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

På AP3 är vi övertygade om att hänsyn till miljö och etik är en förutsättning för att ett företag ska kunna drivas i enlighet med ägarnas långsiktiga intressen. Därför är dessa frågor en viktig del av det arbete som AP3 bedriver inom ägarstyrningsområdet. Här verkar AP3 för att säkerställa att ledningen för de företag som fonden investerar i identifierar och hanterar sociala och miljömässiga risker på ett sätt som skapar värde för aktieägarna.

Systematisk process

AP3 har utvecklat en systematisk process för att integrera miljö- och etikfrågor i fondens placeringsverksamhet. Denna process består av två steg:

- *Etisk företagsanalys*. Här analyseras företagets exponering för miljömässiga och sociala risker och hur väl företaget hanterar dessa risker.
- *Aktivt ägarengagemang*, genom vilket vi försöker påverka företagen att säkerställa en ändamålsenlig riskhantering inom miljö- och etikområdena.

Denna process är utformad för att försäkra sig om att AP3 har goda kunskaper om de miljömässiga och sociala riskerna i de företag där fonden har en väsentlig ägarandel, vilket i första hand är svenska bolag. När brister upptäcks, inleder AP3 en dialog med företaget. Detta arbete sker i samarbete med det brittiska konsultföretaget Core Ratings.

AP3 ser positivt på att företag ansluter sig till principerna i FNs Global Compact (se ordlista på sid 54).

Vad är en uppförandekod?

Fokus i AP3s arbete med aktiv ägarstyrning på miljö- och etikområdet ligger på att de företag som fonden investerar i ska ha en så kallad uppförandekod. Detta gäller i synnerhet företag vars verksamhet innebär betydande miljöpåverkan eller som har produktion och/eller upphandling i länder där den lokala regeringen

AP3s etikpolicy

AP3 utgår ifrån att de företag som fonden äger aktier i följer internationella konventioner och överenskommelser som Sverige har undertecknat. För företag verksamma i Sverige förutsätter AP3 att de följer svensk lag. AP3 fäster särskilt stor vikt vid följande internationella överenskommelser:

- OECDs riktlinjer för multinationella företag.
- ILOs kärnkonventioner (avser tvångsarbete, barnarbete, arbetsvillkor, likabehandling och organisationsfrihet).
- FNs förklaring om de mänskliga rättigheterna.

saknar vilja eller förmåga att säkerställa efterlevnaden av grundläggande internationella regelverk.

Med uppförandekod avses ett concernövergripande regelverk och ledningssystem för hantering av miljö- och etikhänsyn. En uppförandekod bör bland annat uppfylla följande krav:

- *Transparens*. Kodens grundläggande principer bör kommuniceras öppet inte bara till anställda, utan även till aktieägare och övriga intressenter.
- *Uppföljning och kontroll*. För att uppförandekoden ska vara effektiv och trovärdig krävs en regelbunden uppföljning av kodens efterlevnad.
- *Rapportering*. För att uppförandekoden ska kunna utvärderas av aktieägare och andra intressenter bör företagen ha en fullgod extern rapportering av kodens innehåll, rutiner för uppföljning samt relevanta nyckeltal. En bra utgångspunkt för denna rapportering är FNs initiativ för att ta fram en internationell redovisningsstandard på miljö- och etikområdet: Global Reporting Initiative (GRI). AP3 uppmanar företag att rapportera enligt GRIs riktlinjer.

Läs mer om AP3s miljö- och etikpolicy på www.ap3.se

"Många svenska företag saknar fortfarande uppförandekoder, trots att de har omfattande verksamhet i länder där det sker överträdelse av grundläggande internationella regelverk inom mänskliga rättigheter och miljö. Samtidigt ser vi ett ökat medvetande kring dessa frågor inom svenskt näringsliv. Det är en utveckling som AP3 som ägare vill uppmantra."

Pernilla Klein, informationschef



Marknadsutveckling och förvaltningsresultat 2003: Börsuppgång gav god avkastning på fondkapitalet

Fondens avkastning under 2003 uppgick till 16,4 procent, före kostnader. Efter kostnader var avkastningen 16,2 procent. För den marknadsnoterade delen av portföljen, som exkluderar fastigheter och onoterade aktier, var avkastningen 17,2 procent. Detta var något lägre än avkastningen för fondens referensportfölj som uppgick till 17,3 procent.

Sett över treårsperioden 2001–2003 har fonden lyckats skapa en positiv meravkastning jämfört med referensportföljen. Avkastningen för hela perioden uppgår till –2,5 procent, vilket är 0,7 procent bättre än referensportföljen som avkastade –3,2 procent.

Den 12 mars 2003 bottnade aktiemarknaden efter 36 månader med fallande kurser, den längsta nedgångsperioden sedan 1929–1932. Under första kvartalet tyngdes aktiemarknaden av oron kring SARS-epidemin och inför det väntade Irakkriget. Därefter skedde en dramatisk omsvängning. Låga räntor i kombination med skattesänkningar i USA fick aktiemarknaden att stiga kraftigt.

Avkastning på totalportföljen

Marknadsutvecklingen med en stigande aktiemarknad och fallande räntor har varit gynnsam för avkastningen på AP3s fondkapital. Med undantag för fastigheter och onoterade aktier har samtliga tillgångsslag under 2003 givit en positiv avkastning.

En negativ faktor för fondens totalavkastning var förstärkningen av kronan, som drog ned avkastningen för

Tabell 4
Aktiv avkastning per huvudtillgångsslag. Internt och externt förvaltade tillgångar (i SEK, exklusive valutasäkring)

%	Portfölj	Index	Aktiv
Aktier	17,0	18,7	-1,7
Sverige	31,9	34,2	-2,3
Europa	13,8	15,5	-1,7
Resten av världen	8,8	9,7	-0,9
Räntebärande	1,6	1,1	0,5
Nominella	0,5	-0,2	0,7
Reala	6,2	6,4	-0,2
Totalt likvida tillgångar (exkl. fastigheter och onoterade aktier)*	17,2	17,3	-0,1
Fastigheter	-4,6		
Onoterade aktier	-4,3		
Totalt*	16,4		

* Inklusive valutasäkring

Tabell 5
Aktiv avkastning för den marknadsnoterade portföljen

	%
Portfölj	17,2
Referensportfölj	17,3
Aktiv avkastning	-0,1
varav	
bidrag till aktiv avkastning	
Taktisk tillgångsallokering	0,2
Svenska och utländska räntebärande	0,2
Valuta	0,1
Externa mandat	0,0
Europeiska aktier (internt förvaltad)	-0,2
Svenska aktier	-0,3
Övrigt	-0,1
Kostnader	-0,1
Total aktiv avkastning, efter kostnader	-0,2

utländska tillgångar räknat i svenska kronor. Valutakursernas påverkan på portföljvinsten har dock reducerats genom att AP3 valt att kurssäkra större delen av valutarisken. Utländska obligationer har kurssäkrats till 100 procent och utländska aktier till 75 procent.

I motsats till 2001 och 2002, har fonden under 2003 inte lyckats skapa meravkastning jämfört med referensportföljen. De största negativa bidragen till årets relativa avkastning (aktiv avkastning) kommer från fondens interna förvaltning av svenska och europeiska aktier. Ett av de största positiva bidragen kommer från fondens interna förvaltning av räntebärande tillgångar. Även taktisk tillgångsallokering (viktningen av olika tillgångsslag) och valutaförvaltning har givit positiva bidrag.

Rishtagandet i förhållande till referensportföljen har, i likhet med perioden 2001–2002, varit relativt begränsat. Aktiv risk (mätt som tracking error*) uppgick till 0,9 procent.

*Tracking error förklaras i ordlistan på sidan 54.



”Under 2003 gav AP3s portfölj en avkastning på drygt 16 procent, vilket är betydligt högre än vad som långsiktigt kan förväntas. Med de antaganden som vi arbetar med kan fondkapitalet väntas ge en avkastning på i snitt 8 procent per år. Men variationen mellan enskilda år kan väntas bli betydande.”

Mattias Bylund, kvantitativ analytiker

Ränteförvaltning

AP3s ränteförvaltning ansvarar för en portfölj om totalt 54 miljarder kronor. Vid årsskiftet 2003/2004 bestod den nominella obligationsportföljen av 50 procent statsobligationer, 35 procent bostadsobligationer och 15 procent företagsobligationer.

Samtliga fondens ränteportföljer förvaltas aktivt, det vill säga genom aktivt positionstagande med målet att skapa meravkastning i förhållande till referensportföljen. Positioner tas i flera olika dimensioner: duration, ränteskillnader mellan stats-, bostads- och företagsobligationer samt mellan olika kreditvärdighetskategorier. Val av enskilda värdepapper är också en viktig del av förvaltningen. I den amerikanska företagsobligationsportföljen (på 1,3 miljarder kronor) sköts val av värdepapper av en extern förvaltare. Under 2003 har denna portfölj breddats till att även omfatta så kallade högavkastande obligationer.

Räntemarknaderna under 2003

Under 2003 fortsatte centralbankerna att sänka styrrentorna aggressivt. Nedreviderade tillväxtprognoser och deflationsoro fick de långa obligationsräntorna att falla under första halvåret. Under juni bröts den kraftiga räntenedgången efter att den ekonomiska statistiken börjat visa på en vändning i USA. Under hela hösten fortsatte den amerikanska ekonomin att överraska positivt och räntorna steg över hela linjen och den minskning av kreditspreadarna, som inletts under första halvåret, fortsatte.

Avkastningen på räntebärande tillgångar har varit god under 2003, räknat i lokala valutor. Bäst avkastning gav amerikanska företagsobligationer där högavkastande obligationer avkastade 28 procent och investment-grade-obligationer 9 procent. För statsobligationer har fondens portfölj av svenska realränteobligationer givit den bästa avkastningen, 6 procent.

Räntepositioner och resultat

Årets huvudsakliga positionsteman i ränteportföljerna har varit kort duration jämfört med index och positionering för flackare avkastningskurvor respektive lägre

kreditspreadar. Under årets inledning drog vi ned storleken på våra aktiva positioner mot bakgrund av det osäkra världsläget. Vi behöll dock en stor övervikt i amerikanska företagsobligationer (investment-grade) med gott resultat. Senare under året ökade vi positionerna. Vi började köpa amerikanska företagsobligationer inom hög-räntesegmentet, samtidigt som vi minskade positionen i investment-grade-segmentet. Denna position har betalat sig väl, i takt med den ökade riskaptiten på marknaden.

Under senare delen av året har ränteportföljerna positionerats för högre räntor i USA relativt EMU, vilket bidragit positivt till fondens aktiva avkastning. Fonden har också haft en övervikt i svenska företagsobligationer, främst i segmentet med låg kreditvärdighet, vilket också har bidragit till ränteförvaltningens positiva relativa resultat. Bland de positioner som bidragit negativt till aktiv avkastning märks en positionering för högre räntor i Sverige relativt euro-området.

Valutaförvaltning

Vid årets slut uppgick fondens valutarisk till 9,0 procent av totalportföljen, vilket kan jämföras med 10,8 procent för referensportföljen. För 2004 har fonden valt att öka valutarisken i referensportföljen till 19,3 procent, vilket dock fortfarande är en väsentligt lägre exponering än de maximala 30 procent som lagen tillåter.

I referensportföljen fastställs valutasäkringskvoter för aktier respektive obligationer (se tabell 10 på sidan 27). Valutaförvaltningens uppgift är att implementera denna valutasäkringspolicy genom handel med valutaterminer. Vidare bedriver fonden aktivt positionstagande, det vill säga avvikelser från referensportföljens valutasäkringskvoter, inom vissa fastställda limiter.

Valutamarknaden under 2003

Valutamarknaden har under 2003 främst präglats av försvagningen av den amerikanska dollarn. Handelsvägt har dollarn försvagats med cirka 12 procent under året. En viktig drivkraft bakom dollarförsvagningen har varit oron kring finansieringen av USAs växande bytesbalansunderskott som för närvarande överstiger 5

"Cirka 15 procent av AP3s portfölj av nominella obligationer består av företagsobligationer. Under 2003 breddades portföljen till att även omfatta amerikanska så kallade högavkastande obligationer. Denna placering har gett en mycket god avkastning under året."

Jannis Asdrés, portföljförvaltare av företagsobligationer



procent av BNP. En annan faktor har varit omviktningen av centralbankernas valutareserver, där man ökat vikten för främst euron på bekostnad av USA-dollar.

Den svenska kronan har under året stärkts något i handelsvägda termer. Kronan har varit stabil mot euron och efter EMU-folkomröstningen i september har volatiliteten i detta valutapar minskat ytterligare.

Valutapositioner och resultat

Under året har fonden övervikttat den svenska kronan relativt euro, USA-dollar och schweizerfranc. Fondens valutaförvaltning har under 2003 givit ett positivt bidrag till fondens aktiva avkastning.

Taktisk tillgångsallokering

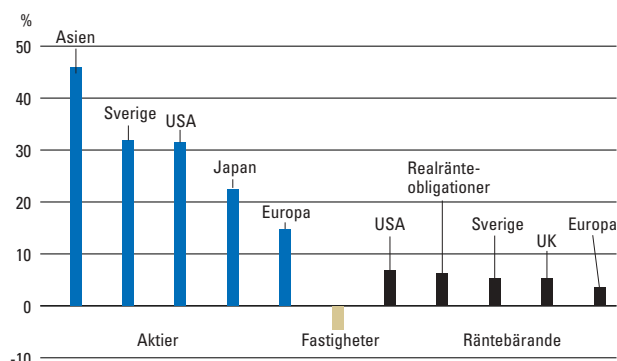
Under 2003 har fonden allmänt dragit ned på risknivån inom den taktiska tillgångsallokeringen (TAA). Samtidigt har ansvarsfördelningen för allokeringsbesluten förändrats. Den aktiva TAA-förvaltningen har givit ett positivt bidrag till aktiv avkastning.

För närvarande hanteras TAA-positioner på två nivåer; dels som ett så kallat rebalanseringsmandat, dels som ett mer långsiktigt positionstagande avseende viktningen av aktier relativt obligationer. Rebalansering av portföljen är nödvändig för att bevaka och eliminera de ofrivilliga positioner som uppstår till följd av marknadsrörelser. Timingen och takten på rebalanseringarna – inom fastställda risklimiterna – bestäms av ett förvaltar-team bestående av två portföljförvaltare. Målet är att portföljen ska rebalanseras på ett sådant sätt att man skapar ett bidrag till den aktiva avkastningen.

TAA-positioner och resultat

Under första kvartalet var de aktiva positionerna förhållandevis små. Tillgångsfördelningen var omväxlande övervikttad respektive underviktad i aktier. Under resten av året har positioneringen präglats av en positiv grundsyn på aktiemarknaderna och fonden har därför – med undantag för några få tillfällen – varit övervikttad i aktier. Några andra grundteman har varit att vi inom den regionala allokeringen varit övervikttade i asiatiska

Figur 8
Avkastning på AP3s tillgångar under 2003, mätt i lokala valutor



och svenska aktier, med en motsvarande undervikt i främst europeiska aktier. Den regionala fördelningen inom räntor har haft en tonvikt mot övervikt i euroobligationer och undervikt i amerikanska obligationer.

Taktisk tillgångsallokering har sammantaget givit ett positivt bidrag till fondens aktiva avkastning på 0,2 procentenheter.

Intern aktieförvaltning

AP3s interna aktieförvaltningsgrupp ansvarar för en svensk aktieportfölj om 24 miljarder kronor och en europeisk aktieportfölj om 16 miljarder kronor. Under 2003 har dessa portföljer uppvisat en god avkastning i absoluta tal som dock varit lägre än respektive jämförelseindex.

AP3s interna aktieförvaltning består av en aktiechef, en sektorstrateg, ett team av sektorförvaltare samt en exekveringsfunktion. Sektorförvaltare är uppdelade i ett Sverige-team och ett Europa-team. I den europeiska aktieportföljen ansvarar sektorstrategen för viktningen av olika sektorer, medan sektorförvaltare ansvarar för val av enskilda aktier. Den svenska aktieförvaltningen fokuserar främst på val av enskilda aktier.

Aktiemarknaden under 2003

Starkare konjunktur och fortsatt låga räntor har skapat gynnsamma förutsättningar för aktiemarknaderna



”Ränteförvaltningen var ett av de områden i AP3s förvaltning som lyckades bäst i förhållande till sitt jämförelseindex under 2003. Aktieförvaltningen gick dock sämre än sitt jämförelseindex. Sammantaget har fondkapitalet givit en avkastning som är marginellt lägre än den referensportfölj som vi använder som måttstock.”

David Stillberger, kvantitativ analytiker

världen över. Den första fasen av uppgången drevs av att den politiska oron under första kvartalet (Irak-kriget, SARS, oro för terrorattacker) avklingade. Detta fick riskpremierna att falla, vilket gynnade mer riskfyllda sektorer och bolag. Småbolag och företag med svaga balansräkningar gick därför starkast under inledningen av återhämtningen.

När signalerna om en vändning i konjunkturen hade etablerats i marknadsaktörernas förväntningar började nästa fas av uppgången i marknaden, som drevs av tilltron till bättre vinstutsikter. Flertalet ledande indikatorer stärktes ordentligt under året i USA, Europa och Asien. Under andra kvartalet överträffade 46 procent av alla rapporterade bolag i Europa marknads förväntningar och endast 16 procent var sämre än väntat. Rapporterna för tredje kvartalet visade en liknande profil.

Under året har konjunkturkänsliga bolag (verkstad och delar av basindustri) utvecklats starkt, drivna av förväntningar om stigande tillväxt. Även inom sektorer där utvecklingen varit svag under 2000–2002, främst teknologi, har vi sett en kraftfull återhämtning. Den starka tillväxten i Asien har givit stöd till flertalet råvaruproducerande sektorer med stigande råvarupriser. De sektorer som gått sämst i relativa termer har varit mer defensiva branscher som tillverkar icke-konjunkturkänsliga konsumentprodukter, såsom livsmedel, tobak och läkemedel.

Positioner och resultat – Europa

AP3s internt förvaltade aktieportföljer har varit övervikta i konjunkturkänsliga branscher i förhållande till defensiva branscher under hela 2003. Vi har även haft en övervikt i teknologi, företrädesvis i mjukvarubolag. I takt med att värderingen av teknologi drivits upp har vi minskat övervikten i detta segment. Ovanstående positiva bidrag till aktiv avkastning uppvägs av ett antal positioner som gav negativa bidrag, främst övervikter i oljebolag och läkemedelsaktier. Som helhet har sektorallokeringen i den europeiska aktieportföljen givit ett neutralt bidrag till aktiv avkastning under 2003.

Det negativa utfallet för aktiv avkastning i fondens interna förvaltning av europeiska aktier hänför sig till valet av enskilda aktier. Portföljens inriktning på större

bolag har varit ogynnsam i en marknad där mindre, mer riskabla bolag med svaga balansräkningar varit vinnare. Nästan tre fjärdedelar av portföljens negativa aktiva avkastning kan hänföras till denna faktor. Under 2003 steg stora bolag i Europa med 9 procent, medan små bolag steg med 28 procent.

Positioner och resultat – Sverige

Fondens svenska aktieportfölj har, i likhet med de senaste åren, inriktats på företag med starka balansräkningar och stabil intjäningsförmåga. Bland våra större övervikter märks bolag som Handelsbanken, SCA, Alfa Laval, Assa Abloy och Cardo. Dessa bolag har en väl dokumenterad förmåga att över tiden uppvisa en bättre lönsamhet än konkurrenterna. Under 2003 har dock börsklimatet varit ogynnsamt för den här typen av bolag.

Liksom i Europa-portföljen har den aktiva avkastningen för den svenska aktieportföljen missgynnats av att mindre bolag gått bäst under 2003. Fondens svenska aktieförvaltning har haft ett mindre inslag av denna typ av bolag.

Extern förvaltning

På de marknader där AP3 inte har egen förvaltningskompetens av högsta klass anlitar AP3 externa förvaltare. Vid årsskiftet 2003/2004 förvaltades 41 miljarder av AP3s fondkapital av externa förvaltare, vilket motsvarar 29 procent.

Upphandling och utvärdering av externa förvaltare sköts av AP3s avdelning för extern förvaltning, som består av fyra portföljförvaltare. Målet för AP3s externa förvaltning är att bidra till fondens aktiva avkastning genom rätt val av externa förvaltare. För att bidra till riskspridningen i förvaltningen söker vi kombinera förvaltare med olika inriktning och stil.

Externförvaltningen under 2003

Amerikanska aktier: Vid inledningen av året förvaltades hela den amerikanska aktieportföljen av Merrill Lynch Investment Managers, med den större delen i

”AP3s aktieportföljer domineras av större bolag med starka balansräkningar och stabil intjäningsförmåga. Denna inriktning har varit ogynnsam under 2003 då mindre bolag och lågt värderade bolag med svaga finanser har gått bäst.”

Sofie Emilsson-Nilvall, portföljförvaltare inom AP3s europeiska aktieförvaltning, kemi- och läkemedelsindustri



passiv förvaltning och en mindre del i så kallad enhanced-indexing-förvaltning. I juni 2003 avslutades en upphandling av förvaltare av amerikanska aktier i små och medelstora bolag. Mandatet fördelades lika mellan Axa Rosenberg och Batterymarch.

Asiatiska aktier: Fondens asiatiska aktieportfölj består av två delar, Japan och Stillahavsasien. Den japanska portföljen har under året förvaltats av Schroders och Capital. Det andra asiatiska mandatet¹ har i sin helhet förvaltats av JP Morgan Fleming. Fondens förvaltare av japanska aktier har varit föremål för en fördjupad analys under året, bland annat mot bakgrund av att en av förvaltarna redovisade en kraftigt negativ aktiv avkastning. Som ett resultat av denna utvärdering genomfördes i början av 2004 en förändring av mandatfördelningen för fondens japanska aktieportfölj.

Europeiska aktier: Inom Europa har tidigare den aktiva delen av aktieförvaltningen i sin helhet förvaltats internt av AP3. Den passiva delen har förvaltats av State Street. Under 2003 har fonden upphandlat ett aktivt mandat för aktier i europeiska små- och medelstora bolag. Mandatet aktiverades i september och fördelades initialt mellan Axa Rosenberg till 40 procent och Kempen, Pictet och JP Morgan Fleming till 20 procent vardera. Fonderingen av mandatet skedde genom att den aktiva interna förvaltningen av europeiska aktier reducerades i motsvarande mån.

Amerikanska företagsobligationer: Den externa ränteförvaltningen avser i sin helhet amerikanska företagsobligationer. Denna portfölj har under året förvaltats av Prudential. Mandatet har under året breddats till att även omfatta företagsobligationer med lägre rating, så kallade högavkastande obligationer.

Positioner och resultat

Fondens externa förvaltning har som helhet givit ett neutralt bidrag till aktiv avkastning under 2003. Det innebär att förvaltarna i genomsnitt varken lyckats bättre eller sämre än marknaden i stort. Det största

¹ Referensindex för det asiatiska mandatet är FTSE All-World Developed Asia Pacific (ex Japan). I detta index ingår Hong Kong, Singapore, Nya Zeeland samt Australien. Förvaltaren har även möjlighet att placera maximalt 10 procent av portföljens värde i Sydkorea och Taiwan.



”AP3s förvaltning av aktier i Stillahavsasien sker i extern regi av JP Morgan Fleming. Mandatet omfattar börserna i Hongkong, Singapore, Sydkorea, Taiwan, Nya Zeeland och Australien. Under 2003 har denna portfölj inriktats på bolag som gynnas av den snabba tillväxten i Kina.”

Cecilia Sved, portföljförvaltare inom avdelningen för extern förvaltning

Tabell 6
Externa förvaltningsuppdrag 2003-12-31

Aktiemandat		Marknadsvärde per 2003-12-31, Mkr
Förvaltare	Marknad	
Merrill Lynch	USA	17 332
Merrill Lynch	USA	3 835
State Street	Europa	6 363
Capital	Japan	2 395
Schroders	Japan	1 477
JP Morgan Fleming	Stillahavsasien (exkl. Japan)	932
Axa Rosenberg	USA – småbolag	1 744
Batterymarch	USA – småbolag	1 844
Kempen	Europa – småbolag	578
Axa Rosenberg	Europa – småbolag	1 041
JP Morgan Fleming	Europa – småbolag	602
Pictet	Europa – småbolag	615

Räntemandat		Marknadsvärde per 2003-12-31, Mkr
Förvaltare	Marknad	
Prudential	USA företagsobligationer, investment grade	720
Prudential	USA företagsobligationer, high-yield	575

positiva bidraget till aktiv avkastning kommer från mandatet för aktier i Stillahavsasien som slagit sitt jämförelseindex med 9,6 procentenheter. Positiva bidrag till den aktiva avkastningen kommer också från mandaten för aktier i små- och medelstora bolag i USA och Europa. Även det amerikanska företagsobligationsmandatet har gått bättre än sitt jämförelseindex. Dessa positiva bidrag uppvägs dock av negativa bidrag från den japanska aktieförvaltningen och den amerikanska semipassiva förvaltningen.

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 USA.

Enligt AP-fondernas placeringsregler är det inte tillåtet med direktägande av onoterade aktier. Investe-

ringarna görs istället i fonder och riskkapitalbolag som investerar i onoterade aktier eller i fonder som i sin tur investerar i olika fonder (fund-of-funds). Fondens investeringar i onoterade aktier hanteras inom AP3 av avdelningen för extern förvaltning. Beslut om investeringar fattas av en investeringskommitté bestående av en ansvarig portföljförvaltare, vice VD och VD.

Marknadsutveckling

Till skillnad från den publika aktiemarknaden har utvecklingen inom onoterade aktier varit fortsatt svag under 2003. Detta gäller såväl storleken på de investeringsåtaganden som gjorts i nya fonder, som det kapital som återbetalats till investerarna som ett resultat av fondernas försäljningar av bolag. Vad gäller fondernas nyinvesteringar kunde man dock märka en ökad aktivitetsnivå under andra halvåret.

Statistik över storleken på investeringsåtaganden som gjorts i nya fonder indikerar en minskning i Europa på omkring 30 procent och i USA på över 50 procent för årets första tre kvartal. En allmän observation är att investerarna förefaller ha blivit mer noggranna i sina utvärderingar av fonderna, och att konkurrensen om att få investera i de bästa fonderna har ökat. Trots ett svårt klimat för att hitta investerare har ett antal nya fonder lyckats anskaffa kapital på mycket kort tid.

Förvaltningen av onoterade aktier under 2003

Under 2003 gjorde AP3 totalt 11 nya investeringsåtaganden i fonder som investerar i onoterade aktier. Tillsammans med de 17 investeringsåtaganden som gjordes under perioden 2001–2002 uppgår antalet investeringsåtaganden nu till sammanlagt 28. Totalt åtagande inom onoterade aktier uppgår till 4,4 miljarder kronor, varav drygt 1,3 miljarder kronor var investerade vid årsskiftet 2003/2004. Investeringsåtagandena motsvarar cirka 3,1 procent av AP3s fondkapital. En översikt av AP3s investeringsåtaganden i onoterade aktier finns i tabell 18 på sidan 29.

De nya investeringsåtaganden som AP3 gjorde under 2003 avsåg nästan uteslutande fonder som investerar i

relativt mogna företag och branscher. Vidare var en majoritet av åtagandena riktade mot andrahandsmarknaden för fondandelar.

Resultat

Investeringar i onoterade aktier är utpräglat långsiktiga till sin karaktär. Under de första åren är avkastningen normalt sett negativ och först på 5–10 års sikt kan man räkna med att tillgodogöra sig det fulla värdet av investeringen. AP3s portfölj av onoterade aktier är fortfarande i ett mycket tidigt skede, vilket innebär att portföljen belastas av förvaltningsavgifter samtidigt som de realiserade vinsterna är små eller obefintliga. Den redovisade avkastningen för portföljen blir därför negativ och uppgick under 2003 till –4,3 procent före kostnader i SEK, exklusive valutasäkringar. Efter kostnader (förvaltningsavgifter) uppgick avkastningen till –9,8 procent.

Fastigheter

AP3s fastighetsexponering utgörs av aktieinnehav i det onoterade fastighetsbolaget AP Fastigheter. Bolaget är i första hand inriktat på kommersiella fastigheter och bostäder i Stockholm, Uppsala och Göteborg.

Vid årsskiftet ändrades den legala strukturen för AP-fondernas ägande i AP Fastigheter AB. Förändringen bestod i att ett holdingbolag tillskapades mellan AP Fastigheter och ägarna. Detta syftar till att bättre anpassa strukturen för ett långsiktigt ägande från AP-fondernas sida. Förändringen påverkar varken ägarbildningen totalt sett eller bolagets operativa verksamhet.

Vid årsskiftet värderades AP3s innehav i AP-fastigheter till 7,3 miljarder kronor, varav 3,2 miljarder kronor utgör värdet av fondens andel av aktiekapitalet utifrån värdet på de fastigheter som bolaget äger. Fondens aktieinnehav i AP-fastigheter har under 2003 uppvisat en negativ avkastning på –4,6 procent. Denna negativa utveckling beror på en svag marknad för kommersiella fastigheter, i synnerhet i Stockholmsregionen.

”Inom onoterade aktier har AP3 nu gjort investeringsåtaganden på totalt 4,4 miljarder kronor, varav drygt 1,3 miljarder kronor är investerade. Det motsvarar cirka 3 procent av AP3s fondkapital. Investeringarna har gjorts i nordiska, europeiska och amerikanska Private Equity-fonder.”

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



Förvaltningsberättelse 2003

Tredje AP-fondens (AP3s) styrelse och verkställande direktör avger härmed förvaltningsberättelse för 2003.

Förvaltningsresultatet för 2003 uppgick till 19,8 miljarder kronor, vilket motsvarar en totalavkastning på 16,2 procent (efter kostnader och justerat för nettoflöden). Vid utgången av 2003 uppgick marknadsvärdet på AP3s fondkapital till 142,5 miljarder kronor, vilket kan jämföras med 120,2 miljarder vid årets ingång. Under året erhöll fonden ett nettoinflöde av kapital om totalt 2,6 miljarder kronor.

Tabell 1
Fondkapitalets förändring 2003

Mkr	
Ingående pensionskapital	120 211
Pensionsavgifter	41 481
Pensionsutbetalningar	-39 057
Avgift till RFV:s administration	-281
Överfört från avvecklingsfonderna	424
Årets resultat	19 758
Summa fondkapital 31/12	142 536

Den positiva avkastningen på fondkapitalet under 2003 förklaras av en kraftig återhämtning på världens aktiemarknader. Andelen aktier i fondens referensportfölj uppgår till 54,5 procent. Årets avkastning på totalportföljen på 16,2 procent är betydligt mer än vad fonden långsiktigt kan väntas redovisa. Om man väger samman fondens egna antaganden om långsiktig avkastning på olika tillgångslag, räknar vi med en genomsnittlig årlig avkastning på 8 procent. Utfallet kan dock väntas uppvisa en betydande variation mellan enskilda år, den beräknade standardavvikelsen är 11 procent. Detta innebär att fonden vart fjärde år kan väntas ge en negativ totalavkastning.

Återhämtningen på aktiemarknaden under 2003 innebär att nästan hela den förlust som fonden redovisade under de år då börsrasen inträffade (2001–2002) nu är återtagen. Se tabell 2.

Tabell 2
Pensionskapitalets förändring 2001–2003

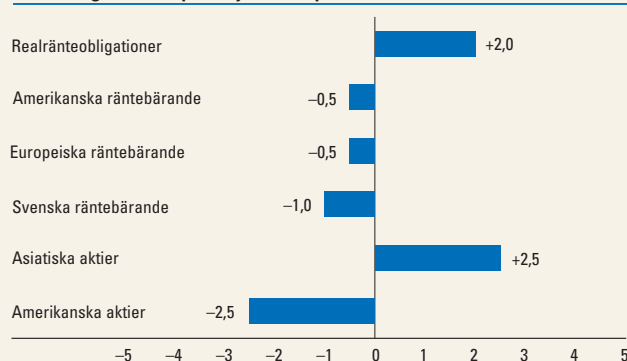
Mkr	
Ingående pensionskapital 2001	133 975
Nettoinflöde 2001	4 523
Resultat 2001	-5 774
Nettoinflöde 2002	5 001
Resultat 2002	-17 514
Nettoinflöde 2003	2 567
Resultat 2003	19 758
Utgående pensionskapital 2003	142 536
Ingående pensionskapital 2001	133 975
Nettoinflöde 2001–2003	12 091
Summa	146 066

AP3 genomför årligen detaljerade analyser av vilken tillgångsfördelning som har förutsättningar att skapa störst långsiktig nytta för pensionssystemet (så kallad ALM-analys). En sådan analys genomfördes även inför styrelsens beslut om referensportfölj för 2003¹. Denna analys pekade bland annat mot att det var lämpligt att

ta bort japanska obligationer från fondens portfölj av räntebärande instrument. Under 2002 uppgick denna andel till 1,4 procent av referensportföljen. En annan förändring var att valutasäkringskvoten för aktier minskades från 80 till 75 procent. Dessa förändringar i referensportföljen implementerades under loppet av januari månad 2003. Dessutom beslutade styrelsen att öka andelen fastigheter i referensportföljen med 0,5 procentenheter och minska svenska räntebärande tillgångar i motsvarande mån. Denna förändring i referensportföljen har ännu ej genomförts, i avvaktan på en utredning av inriktningen på fondens fastighetsinvesteringar.

Under 2003 genomfördes en ny uppdatering av ALM-studien som resulterade i att styrelsen beslutade om vissa justeringar av 2004 års referensportfölj, som beskrivs i figur 1.

Figur 1
Förändring i referensportföljen 2004, procentenheter



Aktiv avkastning 2003

Den likvida marknadsnoterade portföljen (exklusive fastigheter och onoterade aktier) gav under 2003 en avkastning på 17,2 procent, vilket var något sämre än referensportföljens avkastning som uppgick till 17,3 procent. Den aktiva avkastningen (före kostnader) uppgick till -0,1 procentenhet.

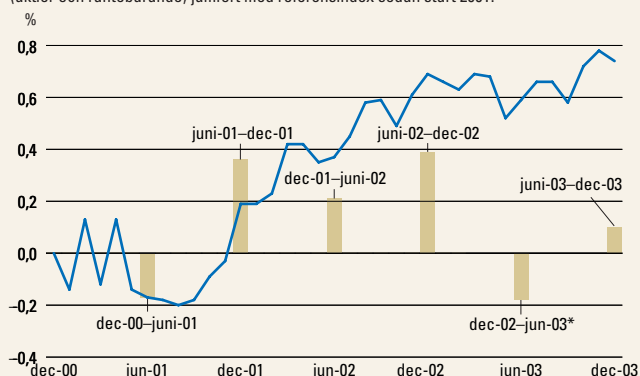
Fondens förvaltningskostnader motsvarade under 2003 (exklusive kostnader för förvaltningsavgifter avseende Private Equity) 0,1 procent av förvaltad kapital. Detta innebär att den aktiva avkastningen efter kostnader för den marknadsnoterade portföljen uppgick till -0,2 procentenheter.

Det har nu gått tre år sedan starten av fondens nya förvaltningsmandat. Under denna period har fonden skapat en ackumulerad aktiv avkastning på 0,7 procentenheter (före kostnader), vilket motsvarar 0,3 procentenheter i årstakt. Efter kostnader är den årliga aktiva avkastningen 0,1 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.

¹ För en översikt av 2002 års ALM-analys se sid 7-9 i AP3s årsredovisning 2002.

Figur 2
Aktiv avkastning

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



* Efter revidering har den aktiva avkastningen för januari–juni 2003 justerats nedåt med 0,2 procentenheter från den siffran som presenteras i delårsrapporten för första halvåret 2003.

Detta mål kompletteras med ett mål för riskjusterad avkastning* (mätt som informationskvot*, efter kostnader²) på 0,2. Informationskvoten (efter kostnader) för perioden 2001–2003 uppgår till 0,2. Det bör framhållas att tre år är en alltför kort verksamhetsperiod för att möjliggöra en fullständig utvärdering av förvaltningsresultatet. Styrelsen konstaterar emellertid att fondens förvaltningsverksamhet så här långt förefaller vara på god väg att uppnå målet för riskjusterad avkastning.

Totala förvaltningskostnader

Fondens förvaltningskostnader uppgick under 2003 till 235 miljoner kronor. Jämfört med verksamhetsåret 2002 har fondens redovisade förvaltningskostnader för 2003 ökat med 58 miljoner kronor. Kostnadsökningen var planerad och hänför sig dels till den ökade andelen aktiv förvaltning bland fondens externa förvaltningsmandat, dels till den fortsatta uppbyggnaden av fondens investeringar i Private Equity. Den största kostnadsökningen hänför sig till den externa förvaltningen av noterade tillgångar som medförde en kostnadsökning på 37 miljoner kronor.

Tabell 3
Förvaltningsstruktur

	Intern		Extern		Total	
	Mdr kr	Andel %	Mdr kr	Andel %	Mdr kr	Andel %
Aktiv förvaltning	97,4	68	17,4	12	114,8	80
Passiv förvaltning	4,0	3	23,7	17	27,7	20
Total	101,4	71	41,1	29	142,5	100

Kostnader för extern förvaltning

Vid årsskiftet 2003/2004 förvaltades 29 procent av fondkapitalet av externa förvaltare. Av den externa förvaltningen låg 59 procent i passiv förvaltning ("index-

² Exklusive avgifter till Private Equity-fonder.

*Begreppet beskrivs i ordlistan på sid 54.

förvaltning") och 41 procent i aktiv förvaltning. Fondens långsiktiga strategi är att successivt minska den passivt förvaltade delen till förmån för aktiva mandat, på de marknader där detta bedöms vara lönsamt.

Avgifterna till fondens externa förvaltare av aktiva mandat består av en fast och en rörlig del. Den rörliga delen är kopplad till utfallet för aktiv avkastning för respektive mandat. Under 2003 uppgick de totala fasta förvaltningsarvodena till 32 miljoner kronor (inklusive passiv förvaltning) och de rörliga till 24 miljoner kronor.

Förvaltningsavgifter till Private Equity-fonder har ökat från 27 miljoner kronor 2002 till 54 miljoner kronor 2003. Totala investeringsåtaganden i Private Equity-fonder uppgick vid årsskiftet till 4,4 miljarder kronor. Private Equity-investeringar är mycket långsiktiga till sin karaktär, med en negativ avkastning under de första åren. Inom en 4–5 års period kan avkastningen för fondens Private Equity-program väntas bli positiv.

Personalkostnader och övriga interna kostnader

Fonden eftersträvar ett effektivt resursutnyttjande och god kostnadskontroll i alla delar av verksamheten. Fondens interna förvaltningskostnader (där förvaltningsavgifter till externa förvaltare och Private Equity-fonder exkluderas) har minskat från 131 miljoner kronor 2002 till 125 miljoner kronor 2003. Denna minskning hänför sig till största delen till posten "reserverat för rörlig ersättning", men kan även tillskrivas det löpande arbetet med effektivisering och kostnadskontroll. Sedan 2001 tillämpar fonden ett system för rörlig ersättning. Syftet med systemet har varit att förbättra förutsättningarna för ett gott förvaltningsresultat genom att skapa en direkt koppling mellan fondens mål och ersättningen till de anställda.

Tabell 4
Större kostnadsposter

	2003		2002	
	Mkr	% av total	Mkr	% av total
Totala kostnader	235		177	
varav Personal	63	27	71	40
Externa förvaltare	56	24	19	11
Private Equity-avgifter	54	23	27	15
Depåbank	20	9	19	11
Marknadsinformation	10	4	12	7
IT	7	3	7	4
Lokaler	6	3	5	3

Under 2003 utgav regeringen nya riktlinjer för incitamentsprogram i statliga bolag. Dessa riktlinjer ska enligt tidigare uttalande från regeringen vara vägledande även för AP-fonderna. En av de viktigaste förändringarna i de nya riktlinjerna är att prestationsbaserad ersättning inte får utbetalas de år då fonden redovisar en förlust i resultaträkningen. Med anledning av detta har styrelsen beslutat att ändra lönesystemet som tidigare bestod av två komponenter: en fast del och en rör-

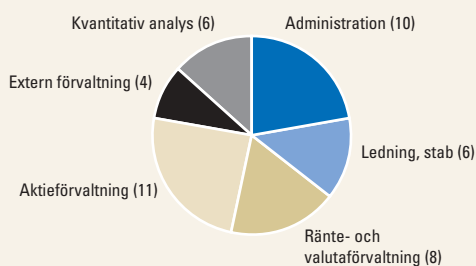
lig, prestationsbaserad del. Det innebär att de fasta lönerna höjs under 2004. Reglerna för det gamla systemet för prestationsbaserad ersättning beskrivs i not 14 på sidan 35.

Utfallet för rörlig ersättning för 2003 baseras på det gamla regelverket som byggde på dels övergripande mål för hela fonden, dels individuella mål för enskilda medarbetare. För 2003 har fondens övergripande mål för aktiv avkastning och riskjusterad avkastning inte uppnåtts. Således sker ingen reservering för utbetalning i denna del av det prestationsbaserade ersättningssystemet. Ett antal medarbetare har uppfyllt kriterierna för att få individuell rörlig ersättning. För 2003 har 3,5 miljoner kronor nettoreserverats för utbetalning av rörlig ersättning avseende dessa individuella mål. Av dessa 3,5 miljoner kronor beräknas cirka 1,7 miljoner kronor betalas ut under 2004. Utbetalning av den resterande delen sker år 2006 under förutsättning att fondens förvaltningsverksamhet uppnår sina mål under perioden 2003–2005, och att dessa individer fortfarande är anställda vid fonden.

Fokuserad administration

Vid utgången av 2003 uppgick antalet fast anställda till 45 personer. Under året har fonden anställt fyra personer. Bland annat har Compliance-funktionen förstärkts med en ny tjänst. Inga medarbetare har slutat på fonden under året. Den totala sjukfrånvaron har varit 1,2 procent. Ingen medarbetare har varit sjuk mer än 60 dagar i sträck.

Figur 3
Antal anställda i fondens olika verksamheter december 2003



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. Ett viktigt projekt under året har varit upphandling av ett nytt portföljsystem. Målet har varit att hitta ett system som uppfyller fondens högt ställda krav på flexibilitet och driftssäkerhet och som klarar av att hantera den ständigt växande floran av nya finansiella instrument. Alla delar av AP3s organisation har varit involverade i arbetet med kravspecifikation, tester

och utvärderingar. Upphandlingen beräknas vara klar i början av 2004, då implementeringsarbetet inleds.

Under 2003 har upphandling av ett nytt system för avkastningsanalys slutförts. Valet föll på PEARL, ett system från den holländska mjukvarukonsulten Ortec. PEARL är skräddarsytt för pensionsfonder och systemet används i dag av flera av Hollands största pensionsfonder. Det nya systemet kommer att möjliggöra en mer detaljerad och säker rapportering och analys av avkastningen för olika delar av fondens portfölj. På AP3 eftersträvar vi att bryta ned portföljförvaltningen i flera beslutspunkter i syfte att få ett decentraliserat beslutsfattande och en bra riskspridning. Med ett sådant arbetssätt är det viktigt att nogga kunna mäta risk och avkastning för varje enskild beslutspunkt, så kallad performance attribution. Implementeringen av PEARL-systemet är ett viktigt led i denna strategi. Det nya systemet väntas tas i full drift under första kvartalet 2004.

I likhet med flertalet andra långsiktiga kapitalförvaltare bedriver AP3 värdepappersutlåning. Verksamheten avser kortsiktig utlåning av aktier och obligationer till motparter som både har hög kreditvärdighet och ställer full säkerhet. Under 2003 uppgick de totala intäkterna från värdepapperslån till 35,1 miljoner kronor, att jämföra med 27,2 miljoner kronor under 2002. Dessa intäkter redovisas som ränteintäkter i resultaträkningen.

Tabell 5
Intäkter från värdepapperslån 2003

Mkr	2003	2002
Obligationer	1,6	1,1
Aktier	33,5	26,1
Totalt	35,1	27,2

Ägarfrågor

AP3 har under året valt att avsätta allt mer tid och resurser till ägarfrågor. I slutet av 2002 anställdes en portföljförvaltare inom aktieförvaltningen, i vars uppgifter ingår att förstärka AP3s insatser på ägarstyrningsområdet. Det har också bildats en särskild styrgrupp som träffas en gång i veckan för att samordna fondens ställningstaganden i ägarfrågor. Fonden har under året anlitat det nystartade konsultföretaget Nordic Investor Services för att bistå fonden med informationsunderlag inför årets bolagsstämmor.

Under 2003 har fonden arbetat med att utveckla öppenheten kring fondens agerande i ägarfrågor. I samband med delårsrapporten för första halvåret publicerades en rapport över fondens agerande i ägarfrågor under bolagsstämmosäsongen 2003. Fonden avser att även under kommande år avge en sådan rapport.

I oktober 2003 fattade styrelsen beslut om en ny och reviderad ägarpolicy som bland annat innebär en utveckling av avsnittet om miljö- och etikhänsyn. AP3

har valt att implementera lagens krav på miljö- och etikhänsyn i förvaltningen i första hand genom aktiv ägarstyrning. Till vårt stöd har vi anlitat det brittiska etikanalysföretaget Core Ratings. På sidan 15 kan du läsa mer om fondens insatser på detta område.

Val av motpart 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 motparten tillhandahåller. Rankningen används sedan som utgångspunkt för fördelningen av affärsvolymerna mellan motparter. Nedan redovisas de motparter som under 2003 erhållit störst courtage från den interna aktieförvaltningen respektive affärsvolymerna från den interna ränte- och valutaförvaltningen.

Tabell 6

Fem motparter som den svenska och den interna europeiska aktieförvaltningen samt rebalanseringshandlingen har betalat mest courtage till under 2003 (i bokstavsordning)

Citigroup
Enskilda Securities
Goldman Sachs
NeoNet
UBS

Ovanstående motparter erhöll drygt 52 procent av totalt courtage. Totalt courtage för dessa delar av portföljen under 2003: 31,7 Mkr. Totalt antal motparter för aktieförvaltningen under 2003: 26 st.

Tabell 7

Fem motparter som förmedlat störst affärsvolymerna inom ränte- och valutaförvaltningen under 2003 (i bokstavsordning)

Deutsche Bank
Goldman Sachs
JP Morgan
SEB
UBS

Regeringens utvärdering

AP-fondernas verksamhet utvärderas årligen av regeringen i form av en skrivelse till riksdagen. I maj 2003 presenterades utvärderingen för 2002. Denna fokuserade främst på val av referensportfölj och implementeringen av denna portfölj, den så kallade portföljanpassningen. Underlaget för utvärderingen togs fram av Hewitt/Wassum Investment Partners.

Om AP3s val av referensportfölj säger regeringen bland annat: "Tredje AP-fonden tar numera uttryckligt hänsyn till marknadernas grundläggande värdering vid styrelsebeslut om normalportföljens utformning, vilket är lovvärt även om det i sig inte utgör en garanti för att förluster ska kunna undvikas. Därutöver förefaller Tredje AP-fonden mer allsidigt än övriga AP-fonder belysa de risker som är förknippade med fondens val av placeringar."

I sin utvärdering riktade regeringen också kritik

mot att AP-fonderna enligt regeringen köpt aktier "i ett skede när risken var betydande för att marknadernas grundläggande värdering var högt uppdriven". Detta uttalande avser den så kallade portföljanpassningen. Någon kritik mot aktieköpen framfördes inte av regeringen i utvärderingen av verksamhetsåret 2001.

Styrelsen vill i detta sammanhang framhålla att AP3s analys för att fastställa referensportföljens sammansättning (ALM-analys) är föremål för kontinuerlig utveckling och uppdatering. Att fatta beslut om referensportföljens sammansättning är en av styrelsens allra viktigaste uppgifter. Vi ser det som mycket viktigt att det beslutsunderlag som styrelsen utgår från ger en allsidig belysning av detta komplexa område.

Styrelsens arbete

I november 2003 fick fonden en ny styrelseordförande, Claes de Neergaard. I februari 2004 meddelade fondens VD Tomas Nicolin att han kommer att lämna AP3 för ett nytt uppdrag. Arbetet med att rekrytera en ny VD har inletts.

Styrelsen har under året haft åtta sammanträden, varav ett telefonmöte. Utöver sedvanliga frågor som åligger styrelsen, såsom fastställande av referensportfölj, verksamhetsplan och årsredovisning, har ett par områden haft särskild vikt i styrelsearbetet under 2003. Det gäller bland annat frågor om ägarstyrning och miljö- och etikhänsyn, där en ny policy antogs. Den nya ägarpolicyn utgör en viktig grund för en fortsatt utveckling av fondens insatser på ägarstyrningsområdet, något som styrelsen ser som en prioriterad uppgift. En annan viktig fråga har gällt utveckling av fondens internkontroll.

Styrelsen har inom sig bildat två kommittéer: ersättningskommittén och revisionskommittén. Ersättningskommitténs uppgift är främst att bereda frågor om kompensation till fondens VD samt hantera de frågor som enligt systemet för prestationsbaserad ersättning ankommer på kommittén. Under 2003 har ersättningskommittén haft fyra sammanträden.

Revisionskommittén verkar i första hand inom områdena regelansvar, internrevision och riskkontroll. Kommittén har också löpande kontakt med revisorerna, deltar i planeringen av revisionsarbetet samt följer upp hur revisorernas rekommendationer hanteras i organisationen. Under 2003 har revisionskommittén haft fyra sammanträden.

Styrelsen har under året genomfört en utvärdering av sitt arbete. Slutsatser av denna utvärdering var bland annat att styrelsen årligen bör ha ett längre strategimöte för att bland annat fördjupa förståelsen av ALM-analysen. Arbetet pågår för att ytterligare utveckla styrelseutvärderingen.

Tabeller

PORTFÖLJÖVERSIKT

Tabell 1
Marknadsvärde per huvudtillgångslag³

Mdr kr	31 dec 2003	30 juni 2003	31 dec 2002	30 juni 2002	31 dec 2001	30 jun 2001	01 jan 2001
Aktier							
Sverige	23,8	21,8	19,4	20,4	23,8	22,1	33,1
Europa	25,8	23,3	21,5	23,1	22,5	21,6	1,7
Resten av världen	31,2	28,5	26,7	27,0	22,1	24,3	1,7
Aktier, total	80,8	73,6	67,6	70,5	68,4	68,0	36,5
Räntebärande							
Sverige, nominella varav AP-fastigheters skuldfinansiering	21,5	18,3	15,1	18,8	18,5	19,9	45,9
Sverige, reala	-4,1	-4,3	-4,6	-4,7	-4,7	-4,8	-4,9
Europa	10,2	9,6	9,8	10,4	9,5	9,5	9
Resten av världen	15,7	13,3	10,7	6,9	15	14,4	0
Räntebärande, total	54,4	48,5	44,4	47,8	55,8	55,1	54,9
Fastigheter¹	7,3	7,6	8,2	8,3	8,5	8,6	8,3
Varav aktier AP-fastigheter	3,2	3,3	3,6	3,6	3,8	3,8	3,4
Varav AP-fastigheters skuldfinansiering	4,1	4,3	4,6	4,7	4,7	4,8	4,9
Kassa²	0	0	0	0	0	0	34,3
Total	142,5	129,7	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. Dessutom har vikten för fastigheter satts till den faktiska exponeringen i fondens operativa jämförelseindex.

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

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

Tabell 2
Indexstruktur

Huvudtillgångslag	Referensindex
Aktier	
Sverige	SIXRX (SIX avkastningsindex)
Europa	FTSE AW Developed Europe HSBC European Smaller Companies Index, ex Sweden
Resten av världen	FTSE AW North America FTSE AW Developed Asia Pacific Russell 2500, ex REITs
Räntebärande	
Sverige	Merrill Lynch Swedish Government Bonds Handelsbankens index för bostadsobligationer
Europa	Merrill Lynch EMU Direct Government Index Merrill Lynch Jumbo Pfandbriefe Index Merrill Lynch UK Gilts Index
Resten av världen	Merrill Lynch GBP Corporates Large Cap Index Merrill Lynch US Treasury Master Merrill Lynch US Agencies Bullet Structures Merrill Lynch US Corporate Large Cap
Realränteobligationer	Merrill Lynch Swedish Inflation-Linked Government Bonds

Tabell 3
Förvaltningsstruktur

	Intern		Extern		Total	
	Mdr kr	Andel %	Mdr kr	Andel %	Mdr kr	Andel %
Aktiv förvaltning	97,4	68	17,4	12	114,8	80
Passiv förvaltning	4,0	3	23,7	17	27,7	20
Total	101,4	71	41,1	29	142,5	100

Tabell 4
Referensportfölj och faktisk portfölj³

Procent	Portföljvikt	Referens- portföljvikt	Aktiv vikt
Aktier			
Sverige	16,7	16,1	0,6
Europa	18,1	17,7	0,4
Resten av världen	21,9	21,2	0,7
Aktier, total	56,7	55,0	1,7
Räntebärande			
Sverige, nominella	15,1	16,2	-1,1
Sverige, reala	7,2	7,6	-0,4
Euro	9,2	7,5	1,7
Storbritannien	1,8	1,5	0,3
USA	4,9	7,1	-2,2
Räntebärande, total	38,2	39,9	-1,7
Fastigheter¹	5,1	5,1	0,0
Kassa²	-	-	-
Total	100,0	100,0	0,0

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. Dessutom har vikten för fastigheter satts till den faktiska exponeringen i fondens operativa jämförelseindex.

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

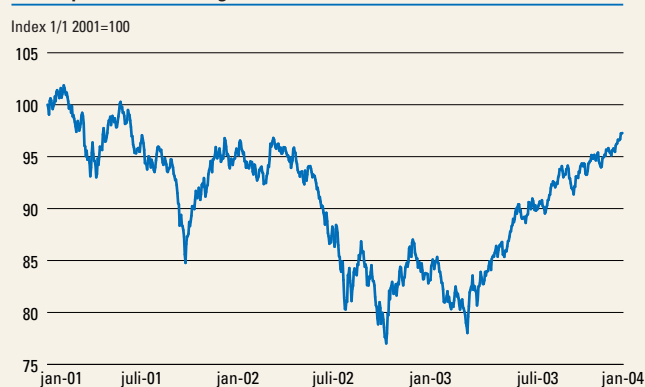
³ Not 1) och 2) innebär att tabellerna inte är fullt jämförbara mot balansräkningen.

Tabell 5
Risklimit

	Andel av referens- portföljen, %	Tillåten avvikelse i procent- enheter
Aktier		
Sverige	16,1	±5
Europa	17,7	±5
Resten av världen	21,2	±5
Aktier, total	55,0	±7
Räntebärande		
Sverige, nominella	16,2	±5
Europa	9,0	±5
USA	7,1	±5
Räntebärande, total	32,3	±7
Realränteobligationer	7,6	±4
Fastigheter	5,1	±4
Kassa	0,0	+4
Valuta¹		±20

¹ Kring referensportföljens genomsnittliga valutahedgekvoter för aktier.

Figur 1
Fondkapitalets avkastning sedan start



AVKASTNING OCH RISK

Tabell 6

Avkastning och risk för totalportföljen (före kostnader exkl fastigheter)

%		2003	2002	2001	Sedan start 2001	
					Annua- liserat	Aku- mulerat
Avkastning	Portfölj	17,2	-12,9	-4,4	-0,8	-2,5
	Index	17,3	-13,5	-4,6	-1,1	-3,2
	Aktiv	-0,1	0,6	0,2	0,3	0,7
Risk (standard- avvikelse)	Portfölj	8,6	12,5	11,2	10,9	
	Index	8,5	12,6	10,9	10,8	
	Aktiv	0,9	0,8	1,0	0,9	
Informationskvot		neg	0,7	0,2	0,3	
Sharpekvot		1,6	neg	neg	neg	

Tabell 7

Aktiv avkastning per huvudtillgångslag. Internt och externt förvaltade tillgångar (i SEK, exklusive valutasäkring)

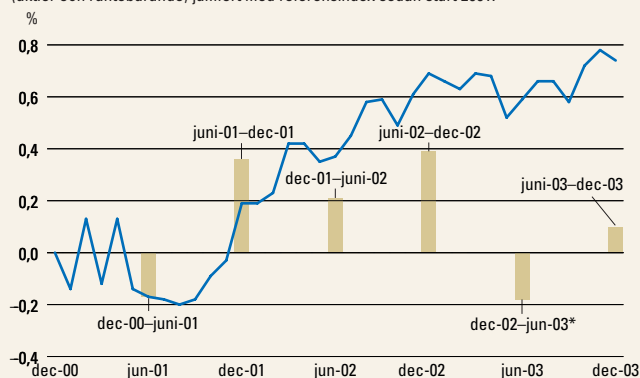
%	Portfölj	Index	Aktiv
Aktier	17,0	18,7	-1,7
Sverige	31,9	34,2	-2,3
Europa	13,8	15,5	-1,7
Resten av världen	8,8	9,7	-0,9
Räntebärande	1,6	1,1	0,5
Nominella	0,5	-0,2	0,7
Reala	6,2	6,4	-0,2
Totalt likvida tillgångar (exkl. fastigheter och onoterade aktier)*	17,2	17,3	-0,1
Fastigheter	-4,6		
Onoterade aktier	-4,3		
Totalt*	16,4		

* Inklusive valutasäkring

Figur 2

Aktiv avkastning

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



* Efter revidering har den aktiva avkastningen för januari-juni 2003 justerats nedåt med 0,2 procentenheter från den siffra som presenteras i delårsrapporten för första halvåret 2003.

Tabell 8

Aktiv avkastning för den marknadsnoterade portföljen

	%
Portfölj	17,2
Referensportfölj	17,3
Aktiv avkastning, före kostnader	-0,1
varav	
bidrag till aktiv avkastning	
Taktisk tillgångsallokering	0,2
Svenska och utländska räntebärande	0,2
Valuta	0,1
Externa mandat	0,0
Europeiska aktier (internt förvaltad)	-0,2
Svenska aktier	-0,3
Övrigt	-0,1
Kostnader	-0,1
Totalt aktiv avkastning, efter kostnader	-0,2

VALUTAEXPONERING

Tabell 9

Valutaexponering per tillgångslag 2003

Valutaexponerade tillgångar per valuta, Mkr	EUR	GBP	JPY	USD	Övr	Totalt
Aktier och andelar	13 120	8 702	3 872	24 865	5 191	55 750
Exponering genom SEK-noterade bolag med utländsk hemvist ¹	83	1 393			0	1 476
Obligationer och andra räntebärande värdepapper	13 005			3 203	0	16 208
Derivat	19	-1	7	-5	0	21
Övriga placeringstillgångar	516	1 913	37	1 930	1	4 397
Valutaexponering ,brutto	26 743	12 008	3 916	29 993	5 192	77 852
Kurssäkring	-26 830	-7 969	-2 885	-24 084	-3 282	-65 051
Total valutaexponering, netto	-86	4 038	1 031	5 909	1 909	12 801

¹ Att denna exponering anses utsatt för valutarisk är en följd av lagkrav.

Tabell 10

Valutasäkringskvoter i referensportföljen 2004 (2003 inom parentes)

	Bruttoexponering i % av referensportföljen	Valuta-säkringskvot, %	Nettoexponering i % av referensportföljen
Utländska obligationer	14,9 (15,9)	100 (100)	0
Utländska aktier	38,5 (38,5)	52 (75)	18,3 (9,6)
Svenska aktier med utländsk juridisk hemvist	1,0 (1,2)		1,0 (1,2)
Referensportföljen	54,4 (55,6)		19,3 (10,8)

INTERNT FÖRVALTAD AKTIEPORTFÖLJ

Tabell 11

Aktieportfölj

Fem största aktieinnehaven i AP3s internt förvaltade aktieportföljer per 2003-12-31, TKr

Sverige

Ericsson	2 012
Nordea	1 653
SHB	1 621
TeliaSonera	1 547
H&M	1 514

Europa

Vodafone Group	589
BP	582
HSBC	514
TotalFinaElf	443
GlaxoSmithKline	436

Tabell 12

Fem största ägarandelarna (röster) i den internt förvaltade aktieportföljen per 2003-12-31

%	Andel
Bolag	
Munters	7,7
Nobia	7,6
Cardo	7,5
Haldex	7,3
Höganäs	5,5

Tabell 13

Omsättningshastighet

Internt förvaltade aktieportföljer, exklusive derivat och tradingportföljer	%
Svenska aktier	53
Europeiska aktier	76

Tabell 14

Portföljkonzentration, internt förvaltade aktieportföljer

%	Portfölj	Index
Största 5 innehaven		
Sverige	36	34
Europa	16	14
Största 10 innehaven		
Sverige	58	51
Europa	26	23
Största 20 innehaven		
Sverige	81	66
Europa	42	35

Tabell 15

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 2003-12-31.

Störst övervikt

Bolag, %	Portföljvikt	Indexvikt	Aktiv vikt
Sverige			
Svenska Handelsbanken	6,9	4,5	2,4
Alfa-Laval	2,4	0,5	1,9
Assa Abloy	3,1	1,3	1,8
SCA	4,7	2,9	1,8
Cardo	1,9	0,3	1,6

Störst undervikt

Sverige			
Sandvik	1,2	2,7	-1,5
Scania	0,5	1,7	-1,2
Skandinaviska Enskilda Banken	2,1	3,2	-1,1
TeliaSonera	6,6	7,5	-0,9
Industrivärden	0,2	1,0	-0,8

Störst övervikt

Europa			
Reed International	0,9	0,2	0,7
Vodafone Group	3,7	3,0	0,7
Diageo	1,4	0,7	0,7
Roche	1,9	1,3	0,6
Banque Nationale de Paris	1,6	1,0	0,6

Störst undervikt

Europa			
Unilever	0,0	0,5	-0,5
Repsol-Ypf	0,0	0,4	-0,4
British American Tobacco	0,0	0,4	-0,4
Standard Chartered Bank	0,0	0,3	-0,3
BG Group	0,0	0,3	-0,3

Tabell 16

Benchmark-täckning, internt förvaltade aktieportföljer

Sverige	
Antalet bolag i benchmark	281
% av bolag i benchmark som ingår i portföljen	18,8
Europa	
Antalet bolag i benchmark	513
% av bolag i benchmark som ingår i portföljen	29,6

Tabell 17

Tracking error och beta för internt förvaltade aktieportföljer

	2001	2002	2003
Tracking error			
Sverige	5,6%	3,1%	1,9%
Europa	4,1%	2,4%	1,6%
Beta			
Sverige	0,96	1,00	1,00
Europa	1,01	1,06	1,05

ONOTERADE AKTIER

Tabell 18

Investeringar i onoterade aktier

AP3 hade per 2003-12-31 gjort följande investeringsåtaganden respektive investeringar i private equity via riskkapitalbolag och fonder. Samtliga belopp är i miljoner och lokal valuta.

Fond/Riskkapitalbolag	Valuta	Totalt åtagande	Investerat belopp ¹	Distributioner
Swedestart Tech	SEK	80	29	0
Swedestart Life Science	SEK	50	18	0
GS Vintage Fund II	USD	25	8	0
HIPEP IV – European Venture Partnership	EUR	20	2	0
Litorina Kapital 2001	SEK	150	33	0
EQT Scandinavia I ²	SEK	180	155	108
Legal General Venture 2	GBP	7	5	0
Candover 2001 Fund	EUR	25	13	0
Vision Capital III	USD	10	3	0
PETP III (Adveq)	USD	20	4	0
Warburg Pincus Private Equity VIII	USD	35	13	2
InnKap 1 – Bure ²	SEK	60	57	0
InnKap 2 ²	SEK	95	68	0
Carnegie BiotechBridge Fund	EUR	5	5	0
Legal General Venture 3	GBP	5	1	0
CapMan Equity VII B	EUR	20	9	0
IT Provider Fund IV	SEK	200	13	0
InnKap 3 ²	EUR	14	4	0
Paul Capital Partners TopTier Inv. II	USD	30	5	0
European Secondary Development Fund III	EUR	15	2	0
Altor 2003 Fund	EUR	25	5	0
Polder – Greenpark Co-Investment	EUR	10	5	4
Electra European Fund ²	EUR	20	9	0
Crown Private Equity				
European Buyout	EUR	26	3	0
Auda Secondary Fund	USD	15	3	0
Rhône Offshore Partners II	USD	20	4	0
Four Seasons Venture IV	NOK	100	73	0
GS US Middle Market Buyout Fund	USD	80	1	0

¹ Avser av AP3 de facto investerat/erhållet belopp med undantag för de investeringsåtaganden som förvärvats i andrahandsmarknaden. I dessa fall avses totalt investerat belopp under investeringsåtagandets hela löptid, det vill säga belopp investerade av såväl AP3 som tidigare ägare.

² Innehav som förvärvats i andrahandsmarknaden.

RÄNTEPORTFÖLJ

Tabell 19

Kreditstruktur för nominella ränteportföljen

%	Portfölj	Index	Aktiv
Statsobligationer	50,1	57,4	-7,3
Bostadsobligationer och agencies	35,1	36,5	-1,4
Företagsobligationer			
Investment grade	11,7	6,1	5,6
High-yield	3,0	0,0	3,0
Totalt	100,0	100,0	0,0

Tabell 20

Genomsnittlig löptid (modifierad duration) per 2003-12-31 i ränteportföljen (inklusive externt förvaltade portföljer)

År	Portfölj	Index	Aktiv
Sverige	3,4	3,5	-0,1
Europa	5,3	4,7	0,6
USA	4,6	5,2	-0,6
Totalt nominellt	4,0	4,0	-0,0
Realränteobligationer	9,5	10,9	-1,4

Tabell 21

Fördelning per ratingkategori (S&P) i kreditportföljen 2003-12-31

	% av portfölj
Sverige	
AAA	0,0
AA	62,9
A	21,4
BBB	14,8
High-yield	0,0
Utan rating	0,9
Totalt	100,0
Euro	
AAA	83,0
AA	0,0
A	0,0
BBB	4,5
High-yield	12,5
Utan rating	0,0
Totalt	100,0
Storbritannien	
Portföljen innehöll inga kreditobligationer vid det aktuella datumet.	
USA	
AAA	32,0
AA	4,3
A	9,8
BBB	18,5
High-yield	35,1
Utan rating	0,3
Totalt	100,0
Japan	
Portföljen innehöll inga kreditobligationer vid det aktuella datumet.	
Totalt	
AAA	16,3
AA	47,3
A	16,9
BBB	13,5
High-yield	5,3
Utan rating	0,7
Totalt	100,0

Tabell 22

Fem största företagsobligationsinnehaven i interna ränteportföljen

Innehav	Del-marknad	Motvärde Mkr	Andel, % av totala ränteportföljen
ABB	EUR, USD	556,1	1,3
AP-fastigheter	SEK	475,2	1,1
Vattenfall	SEK	449,5	1,0
Stora Enso	SEK	433,0	1,0
Investor	SEK	354,7	0,8

EXTERN FÖRVALTNING

Tabell 23

Externa förvaltningsuppdrag 2003-12-31

Aktiemandat

Förvaltare	Referensindex	Marknadsvärde per 2003-12-31, Mkr	Starttidpunkt för uppdrag	Aktivt/ Passivt
Merrill Lynch Investment Managers	FTSE All-World North America	17 332	02-jan-01	Passivt
Merrill Lynch Investment Managers	FTSE All-World North America	3 835	02-sep-02	Semipassivt
State Street Global Advisors	FTSE All-World Developed Europe	6 363	03-jan-01	Passivt
Capital International Ltd	FTSE All-World Japan	2 395	02-aug-02	Aktivt
Schroders Investment Management	FTSE All-World Japan	1 477	01-aug-02	Aktivt
JP Morgan Fleming Asset Management	FTSE All-World Developed Asia Pacific (ex Japan)	932	02-aug-02	Aktivt
Axa Rosenberg Investment Management Ltd	Russell 2500 (ex REITs)	1 744	01-jun-03	Aktivt
Batterymarch Financial Management Inc	Russell 2500 (ex REITs)	1 844	01-jun-03	Aktivt
Kempen Capital Management	HSBC European Smaller Companies Index (ex Sweden)	578	01-sep-03	Aktivt
Axa Rosenberg Investment Management Ltd	HSBC European Smaller Companies Index (ex Sweden)	1 041	01-sep-03	Aktivt
JP Morgan Fleming Asset Management	HSBC European Smaller Companies Index (ex Sweden)	602	01-sep-03	Aktivt
Pictet	HSBC European Smaller Companies Index (ex Sweden)	615	01-sep-03	Aktivt

Räntemandat

Förvaltare	Referensindex	Marknadsvärde per 2003-12-31, Mkr	Starttidpunkt för uppdrag	Aktivt/ Passivt
Prudential Investment Management	Merrill Lynch USD Corporate Large Cap	720	03-jun-02	Aktivt
Prudential Investment Management	Merrill Lynch US High Yield BB-B Rated Constrained Index	575	15-apr-03	Aktivt

Förvaltare med vilka AP3 slutit avtal. Dessa förvaltare kan komma att erhålla förvaltningsmandat i framtiden.

Aktier

Japan

Deutsche Asset Management
Fidelity Pensions Management
JP Morgan Fleming Asset Management
Morgan Stanley Investment Management
Nomura Asset Management

Asia Pacific

APS Asset Management
Baring Asset Management
Credit Agricole Asset Management
Fidelity Pensions Management
Schroder Investment Management

Europa small/midcap

BNP Paribas Asset Management
Morgan Stanley Investment Management
Scottish Widows Investment Partnership

USA small/midcap

Dimensional Fund Advisors
Harris Investment Management
Mazama Capital Management
New Amsterdam Partners
Times Square Capital Management

Global indexförvaltning

Barclays Global Investors

Räntebärande Företagsobligationer

BlackRock International
Western Asset Management

Tabell 24

Avkastning på externt förvaltade medel¹

Tillgångsslag	Typ av förvaltning	Region	Förvaltare	Förvaltad belopp, Mdr kr 2003-12-31	Portfölj- avkastning, %	Index- avkastning, %	Aktiv avkastning, %	Kommentar
Aktier								
Passiv								
		Nordamerika	Merrill Lynch	17,3	29,3	29,4	-0,1	
		Europa	State Street	6,4	16,0	16,3	-0,3	
Semipassiv								
		Nordamerika	Merrill Lynch	3,9	28,4	29,4	-1,0	
Aktiv								
		Europa	Pictet	0,6	11,5	7,4	4,1	Start 1/9 2003
		Europa	Axa Rosenberg	1,0	5,2	7,4	-2,2	Start 1/9 2003
		Europa	Kempen	0,6	4,4	7,4	-3,0	Start 1/9 2003
		Europa	JP Morgan	0,6	9,3	7,4	1,9	Start 1/9 2003
		Nordamerika	Axa Rosenberg	1,7	27,2	27,0	0,2	Start 1/6 2003
		Nordamerika	Batterymarch	1,8	28,7	27,0	1,7	Start 1/6 2003
		Japan	Capital	2,4	26,5	23,5	3,0	
		Japan	Schroders	1,5	13,9	23,5	-9,6	
		Stillahavsasien	JP Morgan	0,9	55,7	46,1	9,6	
Räntebärande								
Aktiv								
		US-dollar (USD)	Prudential	0,7	11,7	8,7	3,0	
		US-dollar (USD)	Prudential	0,6	11,5	10,1	1,4	Start 15/4 2003
Avkastning samtliga aktiva externa mandat²				12,5	12,6	12,5	0,1	

¹ Avkastningar anges i lokal valuta.

² Här anges avkastningen i SEK, exklusive valutasäkring.

Resultat- och balansräkning

Resultaträkning

Mkr	2003	2002
Rörelsens intäkter		
Erhållna utdelningar	1 918	1 547
Räntenetto	Not 11 2 661	3 169
Realisationsresultat netto	Not 12 -2 958	-6 899
Valutakursresultat netto	-764	-1 322
Orealiserade värdeförändringar	Not 13 19 136	-13 832
Summa rörelsens intäkter	19 993	-17 337
Rörelsens kostnader		
Externa förvaltningskostnader	-110	-46
Personalkostnader	Not 14 -63	-71
Övriga förvaltningskostnader	Not 15 -62	-60
Summa rörelsens kostnader	-235	-177
RESULTAT	19 758	-17 514

Balansräkning

Mkr	2003-12-31	2002-12-31
TILLGÅNGAR		
Placeringstillgångar		
Aktier och andelar;		
Noterade	Not 2 78 584	59 922
Onoterade	Not 2 4 303	4 157
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	Not 3 54 476	50 714
Derivat	Not 4 2 855	1 605
Summa placeringstillgångar	140 218	116 398
Fordringar och andra tillgångar		
Kassa och bankmedel	1 492	3 233
Övriga tillgångar	Not 5 35	43
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	Not 6 1 172	868
Summa fordringar och andra tillgångar	2 699	4 144
SUMMA TILLGÅNGAR	142 917	120 542
FONDKAPITAL OCH SKULDER		
Fondkapital		
Ingående fondkapital	120 211	132 724
Nettobetaling mot pensionssystemet	Not 7 2 143	1 984
Överfört från särskild förvaltning samt avvecklingsfond	Not 7 424	3 017
Årets resultat	19 758	-17 514
Summa fondkapital	142 536	120 211
Skulder		
Derivat	Not 4 274	194
Övriga skulder	Not 8 44	92
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	Not 9 63	45
Summa skulder	381	331
SUMMA FONDKAPITAL OCH SKULDER	142 917	120 542
POSTER INOM LINJEN	Not 10	

Noter

NOT 1 Redovisnings- och värderingsprinciper

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

- periodisering av räntekomponenten i terminskontrakt görs ej
- upplupen effektivränta på räntebärande värdepapper beaktas ej
- futures värdeförändringar under löptiden redovisas som realiserat resultat

Förändrade jämförelsesiffror avseende föregående år

Fonden har under år 2003 ändrat redovisningsprinciperna för tillgångslaget externt förvaltade medel. Detta har föranlett att tidigare års publicerade siffror har ändrats i enlighet med de nya principerna för att korrekt jämförbarhet ska uppnås.

De ändrade principerna avseende externt förvaltade medel innebär att den totala investeringen per förvaltningsuppdrag inte längre redo-

visas i sin helhet under det huvudtillgångsslag mandatet avser. Redovisning sker istället per enskilt tillgångsslag, fördelat på aktier, derivat, obligationer, kassa, upplupna räntor, övriga fordringar och skulder.

Affärsdagsredovisning

Transaktioner på penning- och obligationsmarkanden, 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 skulden 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

Noter

NOT 1 Redovisnings- och värderingsprinciper / Forts

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

Noterade aktier och andelar värderas till verkligt värde baserat på marknadsnoteringar vid årets utgång. Aktierna redovisas under den marknadsplats där de har förvärvats. Onoterade innehav värderas enligt EVCAs principer. Dessa innebär att innehav normalt värderas till anskaffningsvärde under de första 12 månaderna, därefter sker värdering till ett försiktigt uppskattat marknadsvärde. Marknadsvärdet ska i första hand vara baserat på transaktioner med tredje part, men även andra värderingsmetoder kan vissa fall användas. 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 återköpstransaktion, så kallad repa, redovisas tillgången fortsatt i balansräkningen och erhållen likvid redovisas som skuld. Det sålda värdepapperet redovisas som ställd pant inom linjen i balans-

räkningen. 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 terminskurs 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 förvärd 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	2003-12-31		2002-12-31	
	Verkligt värde	Anskaffningsvärde	Verkligt värde	Anskaffningsvärde
Svenska aktier	24 220	26 471	19 203	29 305
Utländska aktier	54 352	63 619	40 711	58 017
Svenska sammansatta instrument	12	2	8	6
Totalt noterade aktier och andelar	78 584	90 092	59 922	87 328

Onoterade aktier och intressebolag

Namn	Organisationsnummer	Antal	Ägarandel		Anskaffningsvärde	
			kapital	röster	2003-12-31	2002-12-31
Intressebolag						
AP Fastigheter	556061-4603					3 660
AP Fastigheter Holding AB	556650-4196	1 000 000	25%	25%	3 221	–
Totalt intressebolag		1 000 000			3 221	3 660

Övriga onoterade

svenska aktier och andelar

Swedestart Life Science	969675-2337		11%		16	10
Swedestart Tech	969674-7725		11%		27	18
Litorina Kapital 2001	969682-2718		33%		28	12
Innkap 1 - Bure	556541-0056		26%		101	97
Innkap 2	969661-4735		25%		44	34
ES I Holding KB (EQT Scandinavia I)	969677-7037		6%		63	129
IT Provider Fund VII	556539-5646		17%		8	0
Totalt onoterade svenska aktier och andelar					287	300

Utländska onoterade aktier och andelar

EUR						
HIPEP IV – European Venture Partnership			19%		18	10
Carnegie BiotechBridge Fund			29%		44	45
Candover 2001 Fund			1%		110	35
Cap Man Equity VII B			8%		80	34
Innkap 3	969673-0333		10%		20	0
European Secondary Development Fund III			13%		13	0
Altor 2003 Fund			4%		40	0
Polder – Greenpark Co – Investment			13%		29	0
Electra European Fund			2%		62	0
Crown Private Equity –s Eur. Buyout			20%		23	0

NOT 2 Aktier och andelar / Forts

Mkr Namn	Organisationsnummer	Antal	Ägarandel Kapital	Ägarandel Röster	Anskaffningsvärde 2003-12-31	Anskaffningsvärde 2002-12-31
GBP						
LGV 2 Private Equity Fund			5%		60	59
LGV 3 Private Equity Fund			3%		17	0
USD						
GS Vintage Fund II			3%		68	26
Private Equity Technology Partners III			10%		39	30
Vision Capital III			19%		24	8
Warburg Pincus Private Equity VIII			1%		105	80
Paul Capital Partners TopTier Investments II			7%		40	0
Auda Secondary Fund			19%		21	0
Rhône Offshore Partners II			6%		26	0
GS US Middle Market Buyout Fund			29%		5	0
NOK						
Four Seasons Venture IV			17%		78	0
<i>Totalt utländska onoterade aktier och andelar</i>					922	327
Totalt onoterade aktier och andelar					1 209	627
Totalt onoterade aktier och intressebolag					4 430	4 287
Totalt marknadsvärde					4 303	4 157

I tabell på sid 28 finns en lista över de fem största aktieinnehavarna i fondens internt förvaldade aktieportföljer.

Totala courtagekostnader under året har uppgått till 57 Mkr. Se www.ap3.se för komplett värdepappersspecifikation.

NOT 3 Obligationer och andra räntebärande tillgångar**Obligationer samt andra räntebärande värdepapper fördelade på emittentkategori**

Mkr	2003-12-31 Verkligt värde	2003-12-31 Anskaffningsvärde	2002-12-31 Verkligt värde	2002-12-31 Anskaffningsvärde
Svenska staten	16 080	15 451	16 899	15 783
Svenska kommuner	—	—	1	1
Svenska bostadsinstitut	11 623	11 559	6 157	6 043
Övriga svenska emittenter				
Finansiella företag	1 753	1 731	410	395
Icke-finansiella företag	4 879	4 726	2 791	2 713
Utländska stater	8 747	8 839	8 098	8 517
Övriga utländska emittenter	11 394	12 386	16 358	16 464
Totalt	54 476	54 692	50 714	49 916

Obligationer samt andra räntebärande värdepapper fördelade på instrumenttyp

Mkr	2003-12-31 Verkligt värde	2003-12-31 Anskaffningsvärde	2002-12-31 Verkligt värde	2002-12-31 Anskaffningsvärde
Realränteobligationer	9 524	8 818	9 734	8 756
Övriga obligationer	40 701	41 611	34 570	34 750
Statsskuldväxlar	—	—	—	—
Certifikat	—	—	—	—
Övriga instrument	4 251	4 263	6 410	6 410
Totalt	54 476	54 692	50 714	49 916

NOT 4 Derivat

Mkr	Nominellt	Positivt Verkligt värde	Negativt Verkligt värde	Mkr	Nominellt	Positivt Verkligt värde	Negativt Verkligt värde
Aktierelaterade instrument				Valutarelaterade instrument			
Optioner	Innehavd	—	—	Optioner	Innehavd	—	—
	Utställd	44	0		Utställd	—	—
FRA/Terminer	Kort	89	—	FRA/Terminer	67 755	2 797	253
	Lång	332	2	Swappar	—	—	—
Swappar	—	—	—	Totalt	67 755	2 797	253
Totalt	465	30	2	Varav clearat	—	—	—
Varav clearat	421	—	—				
Ränterelaterade instrument				Derivatinstrument får i fondens verksamhet främst användas för att effektivisera förvaltningen, skydda tillgångarna mot olika risker och för att kunna förändra fondens position i riskhänseende. Fondens nyttjande av derivatinstrument avser företrädesvis terminskontrakt och syftet är i flertalet fall att på kort tid, med en liten resursinsats och marknads- påverkan samt till en låg kostnad kunna förändra fondens exponering mot vissa marknader eller valutor. Aktieterminer används för att allokeras medel mellan olika regioner eller segment, samt för att parera			
Optioner	Innehavd	—	—				
	Utställd	—	—				
FRA/Terminer	Kort	1 287	19				
	Lång	11 514	—				
Swappar	—	—	—				
Totalt	12 801	28	19				
Varav clearat	12 801	—	—				

NOT 4 Derivat / Forts

rörelser mellan dessa. Även ränteterminer används för regional allokering men även för att förändra den totala ränterisken, andelen emittentrisk eller portföljens position på olika räntekurvor. Inom valutaförvaltningen används valutaterminer för att upprätthålla fondens valutahedgekvoter samt för att ta positioner mellan olika valutor. Andra derivatinstrument förekommer också, om än i mycket liten omfattning idag. I takt med att förvaltningen utvecklas ytterligare bedöms inslagen av derivatinstrument öka i verksamheten.

Samtliga positioner i derivatinstrument följs upp kontinuerligt och resultatmäts liksom fonden i övrigt på daglig basis. Innan nya typer av instrument implementeras i investeringsprocessen, säkerställs att dessa kan hanteras administrativt och ur riskhänseende. För den händelse förvaltningen omfattar produkter med icke-linjära inslag (till exempel optioner), följs också volatilitetsrisken och de dynamiska riskfaktorerna i positionerna upp.

Aktie- och räntederivat handlas företrädesvis på standardiserade marknader i clearade produkter, varpå motpartsriskerna är små och enbart gentemot clearinghuset. Valutamarknaden för derivatinstrument är emellertid en OTC-marknad, vilket innebär att denna handel inte är standardiserad eller clearad, varpå kredit- och leveransrisker normalt uppkommer gentemot de motparter som anlitas. Fondens motparter för handel som ej clearas godkänns och limiteras av fondens styrelse och exponering inom ramen för dessa limiter bevakas löpande. För en närmare beskrivning av riskhanteringen med avseende på derivatinstrument, hänvisas till fondens Riskhanteringsplan.

Den absoluta merparten av fondens derivatkontrakt har vid var tid återstående löptider understigande tre månader. Maximalt tillåten löptid för valutaterminer, vilket utgör den totalt dominerande delen av fondens OTC-kontrakt, är ett år. Standardiserade, clearade produkter kan ha längre löptider, men är mycket sällan längre än två år. De derivatinstrument fonden handlar i är också i allt väsentligt mycket likvida och kan omsättas på relativt kort tid.

NOT 5 Övriga tillgångar

Tkr	2003-12-31	2002-12-31
Fondlikvider	35	38
Övriga kortfristiga fordringar	0	5
Totalt övriga tillgångar	35	43

NOT 6 Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter

Mkr	2003-12-31	2002-12-31
Upplupna ränteintäkter	1 138	826
Upplupna utdelningar	18	23
Restitutioner	11	15
Förutbetalda kostnader	5	4
Totalt förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	1 172	868

NOT 7 Fondkapital

Mkr	2003-12-31	2002-12-31
Nettobetalningar mot pensionssystemet		
Erhållna ålderspensionsavgifter från RFV	41 481	40 186
Utbetalda tilläggs pensionsmedel till RFV	-39 057	-37 939
Administrationsersättning till RFV	-281	-263
Nettobetalnings mot pensionssystemet	2 143	1 984
Överfört från särskilda förvaltningarna		
Första AP-fondens avvecklingsfond	394	3 017
Fjärde AP-fondens särskilda förvaltning	30	0
Totalt	424	3 017
Förvalt kapital avseende		
Första AP-fondens avvecklingsfond	5 214	6 511
Fjärde AP-fondens särskilda förvaltning	1 291	1 377

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

NOT 8 Övriga skulder

Mkr	2003-12-31	2002-12-31
Leverantörsskulder	9	3
Fondlikvider	8	86
Löneskatter	0	2
Personalens källskatter	1	1
Övriga skulder	26	0
Totalt övriga skulder	44	92

NOT 9 Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader

Mkr	2003-12-31	2002-12-31
Upplupna externa förvaltningskostnader	44	12
Övriga upplupna kostnader	9	12
Bonus inkl sociala avgifter	10	21
Totalt förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	63	45

NOT 10 Poster inom linjen

Panter och därmed jämförliga säkerheter ställda för egna skulder

Mkr	2003-12-31	2002-12-31
Panter för återköpsrtransaktioner	2 690	1 008
Utlånade värdepapper för vilka säkerheter erhållits		
Utlånade värdepapper	12 776	3 667
Erhållna säkerheter för utlånade värdepapper	13 257	3 994

Övriga panter och jämförliga säkerheter

Mkr	Nominellt belopp	Nominellt belopp
För derivathandel	1 021	1 201

Åtaganden

Mkr	Totalt åtagande	Investerat t o m 03-12-31	Totalt åtagande	Investerat t o m 02-12-31
Private equity	4 401	1 322	2 388	631

NOT 11 Räntenetto

Mkr	2003	2002
Ränteintäkter		
Obligationer och andra räntebärande värdepapper	2 044	3 062
Övriga ränteintäkter	617	107
Totalt räntekostnader	2 661	3 169
Räntekostnader		
Övriga räntekostnader	0	0
Totalt räntekostnader	0	0
Räntenetto	2 661	3 169

NOT 12 Realisationsresultat, netto

Mkr	2003	2002
Realisationsresultat, netto per grupp		
Aktier och andelar	-5 173	-5 412
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	1 693	-226
Derivat	522	-1 261
Totalt realisationsresultat, netto	-2 958	-6 899

NOT 13 Orealiserade värdeförändringar

Mkr	2003	2002
Orealiserade värdeförändringar, netto		
Aktier och andelar	20 051	-16 032
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	-1 362	2 494
Derivat	447	-294
Totalt realiserade värdeförändringar, netto	19 136	-13 832

NOT 14 Personalkostnader

Tkr	2003		2002	
	totalt	varav kvinnor	totalt	varav kvinnor
Medelantal anställda	44	13	39	11
Anställda 31/12	45	14	41	12
Antal i ledningsgruppen 31/12	8	1	8	1
Lön och arvoden				
Styrelseordförande	100		100	
VD	2 253		2 289	
Styrelse exkl ordförande	400		425	
Ledningsgruppen exkl VD	8 000		7 355	
Övriga anställda	23 755		20 111	
Lön och arvoden total	34 508		30 280	
Reserverat för rörlig ersättning				
VD	0		1 124	
Ledningsgruppen exkl VD	1 745		5 191	
Övriga anställda	1 764		8 929	
Rörlig ersättning total	3 509		15 244	
Ersättning till styrelseledamöter utöver styrelsearvode	0		14	
Pensionskostnader				
VD	686		685	
Ledningsgruppen exkl VD	2 016		1 617	
Övriga anställda	5 210		3 648	
Pensionskostnader total	7 912		5 951	
Sociala kostnader				
Styrelseordförande	33		33	
VD	906		1 286	
Styrelsen exkl ordförande	131		144	
Ledningsgruppen exkl VD	3 687		4 510	
Övriga anställda	9 394		10 334	
Sociala kostnader, total	14 151		16 307	
Övriga personalkostnader	2 429		3 537	
Totalt personalkostnader	62 509		71 333	

Styrelse

Styrelsearvodena fastställs av regeringen. Arvodena framgår av tabellen ovan.

Ersättningskommitté

Ersättningskommittén utses av styrelsen och består av ordförande samt ytterligare tre 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 ersättning (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 2002 års bokslut reserverades 1,124 tkr för bonus till VD vilket VD enligt avtal med fonden använt för att teckna en kompletterande pensionsförsäkring.

Ledningsgrupp

Ledningsgruppen består 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.

Sjukfrånvaro

Totala sjukfrånvaron har under 2003 varit 1,2% uppdelat på 0,6% för män och 2,9% för de kvinnliga anställda. Ingen anställd har varit sjuk mer än 60 dagar i sträck.

Rörlig ersättning

Under 2003 har samtliga anställda, med undantag av fondens två Compliance Officers och VD, omfattats av ett system för rörlig ersättning (bonus). Systemet består av två delar; en kortsiktig del som baseras på utfallet av förvaltningen för 2003 och en långsiktig som baseras på utfallet för förvaltningen för åren 2003-2005. 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. Maxbeloppet 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 extern part och ska granskas 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 ersättning" avser nettot av bonusreservering för 2003 och återföring av överskjutande del av avsättning för bonus 2002.

Under 2003 har 791 tkr återförts som reserverades 2002 och 4,300 tkr reserverats för 2003. Den exakta bonusen för 2003 kan inte fastställas förrän avkastningen för perioden 2002-2005 föreligger.

AP3s bonusregler återfinns i sin helhet på www.ap3.se.

NOT 15 Övriga förvaltningskostnader

Mkr	2003	2002
Lokalkostnader	6	5
Depåkostnader	20	19
Informations- och datakostnader	17	20
Köpta tjänster	12	9
Övrigt	7	7
Totalt övriga förvaltningskostnader	62	60

I Köpta tjänster ovan ingår

Arvoden till revisorerna i Tkr	2003	2002
--------------------------------	------	------

Revisionsuppdrag

Öhrlings PricewaterhouseCoopers AB	781	904
KPMG Bohlins AB	250	185

Andra uppdrag

Öhrlings PricewaterhouseCoopers AB	227	425
Totalt ersättningar till revisionsbolag	1 258	1 514

Stockholm den 12 februari 2004

Claes de Neergaard
Ordförande

Rolf Andersson
Vice ordförande

Dan Andersson

Karin Kronstam

Christina Liffner

Harriet Piscator

Christer Romilson

Dag Sehlin

Tomas Nicolin
Verkställande direktör

Revisionsberättelse

Org nr 802014-4120

Vi har granskat årsredovisningen och bokföringen samt styrelsens förvaltning i Tredje AP-fonden för år 2003. 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 13 februari 2004

Anna Hesselman
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Anders Bäckström
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Tema

Några tankar kring separation av risker och effektiva portföljstrukturer



Niklas Ekvall
Vice VD och Chief Investment Officer

Öppenhet för nya idéer är ett av AP3s viktigaste kärnvärden. Ett av våra idéutvecklingsprojekt handlar om att studera möjligheterna att

dela upp förvaltningen i starkt specialiserade mandat. Vissa är inriktade på den breda marknadsrisken, medan andra är inriktade på den specifika risk som är förknippad med investeringar i enskilda värdepapper. I denna artikel ger Niklas Ekvall en översikt av huvudprinciperna i detta tankemässiga ramverk.

Under senare hälften av 1990-talet gav de internationella aktiemarknaderna en god årlig avkastning. Perioden innehöll inte heller något riktigt dåligt enskilt år, vilket gjorde att investerare började betrakta den goda årliga avkastningen som tämligen säker. En annan konsekvens av detta var att det som upplevdes som viktigt under denna period var att erhålla bred marknadsexponering så att man fick del av den goda utvecklingen. Något tillspetsat kan sägas att valet av enskilda värdepapper för att "slå" marknaden fick underordnad betydelse.

Under perioden från 2000 till början av 2003 gav de internationella aktiemarknaderna en mycket dålig årlig avkastning. Med detta så förändrades attityderna från 1990-talet. Om man härddrar, så förefaller det som om attityden nu på många håll är raka motsatsen till den som rådde under det sena 1990-talet. Idag förfaller en del till att argumentera för att bred marknadsexponering är meningslöst, och att det enda som kan ge god avkastning är val av enskilda värdepapper. Observerbara yttringar av denna förändrade attityd är den ibland överdramatiserade diskussionen kring hedgefonder, och den ibland tämligen förvirrade diskussionen kring absolut versus relativ avkastning.

Nu är det förstås så att världen vare sig är så svart eller så vit som dessa två extremattityder uppmålar. Som investerare söker man avkastning. För att erhålla en avkastning över den riskfria räntan så måste man, nu såväl som tidigare, ta risk. Risk som man förhoppningsvis också får betalt för att bära. Detta risktagande kan till exempel bestå av övergripande allokering mellan olika tillgångsslag, bred marknadsrisk inom tillgångsslag samt val av enskilda värdepapper (eller grupper av värdepapper) inom de olika tillgångsslagen. Dessutom kan risktagande ske över olika tidshorisonter, med olika perspektiv och utifrån olika typer av metodik. Dagens spelplan på de finansiella marknaderna är således knappast genuint ny i förhållande till hur den såg ut på 1990-talet. Vid uppbyggnaden av en

effektiv portföljstruktur måste samma typ av överväganden som tidigare gjorts också göras idag.

Mot ovanstående bakgrund ska vi nedan något förenklat försöka reda ut en del begrepp, samt presentera en del tankar och idéer som kan vara relevanta i arbetet med att hitta en effektiv portföljstruktur.

Källor till avkastning

Avkastningen från en finansiell placering kan principiellt och grovt sägas komma från följande tre grundläggande källor:

1. *Den riskfria räntan* är den avkastning som en investerare erhåller på en investering utan risk. Nivån på den riskfria räntan bestäms utifrån marknadens utbud och efterfrågan på kapital. Den kan också teoretiskt sägas representera marknadens tidspreferenser för konsumtion (marginell substitution mellan konsumtion idag och konsumtion imorgon). I praktiken brukar räntepapper utgivna av staten betraktas som en närmast riskfri investering.

2. *Den generella riskpremien utöver den riskfria räntan* förenad med en bred exponering mot ett visst tillgångsslag. Som ett exempel på en sådan riskpremie kan nämnas aktiemarknadens riskpremie.

a) För att erhålla den generella riskpremien så måste man sålunda ta på sig bred marknadsrisk. I och med att man tar risk så innebär det att utfallet för riskpremien varierar från år till år, och kan för enskilda år även vara kraftigt negativ. I förväntan, och över långa tidsperioder, är den generella riskpremien dock positiv.

b) En annan egenskap hos den breda marknadsrisken är att den inte går att diversifiera bort (den är systematisk). Denna egenskap gör att man enligt finansiell teori (till exempel CAPM) även i effektiva marknader och i förväntan får betalt för att bära marknadsrisken (det vill säga den förväntade riskpremien).

3. *Den extra avkastning som kommer från att ta den specifika risken hos en enskild investering* (till exempel ett visst bolags aktie).

a) Den extra avkastningen från den specifika risken är, precis som den generella riskpremien, en stokastisk storhet som varierar över tiden. Till skillnad från riskpremien för bred marknadsrisk så säger finansiell teori (till exempel CAPM) att man i förväntan inte får någon extra avkastning genom att ta specifik risk, åtminstone inte i rimligt effektiva marknader med vinstmaximerande aktörer. Detta följer av det faktum att den specifika risken går att diversifiera bort, och diversifierbar (icke systematisk) risk får man i förväntan inte betalt för att bära.

b) Det har gjorts en stor mängd empiriska undersökningar kring möjligheterna att konsekvent över tiden erhålla positiv avkastning från specifik risk.

Generellt kan sägas att det förefaller som om den genomsnittlige förvaltaren, åtminstone i mer effektiva marknader och efter kostnader, inte lyckas med uppgiften att leverera positiv förväntad avkastning från specifik risk. Vad gäller frågan om de mest skickliga förvaltarna är framgångsrika, så ger empirin en något mer positiv bild – även om bristande data-underlag gör frågan svår att analysera empiriskt. Dock kan konstateras att resultaten från studierna varierar, både beroende på vilken tidsperiod eller vilket tillgångsslag som studeras. Sammanfattningsvis kan man möjligen säga att det finns förutsättningar att långsiktigt och konsekvent "slå marknaden" om man har hög kompetens och undviker de mest effektiva marknaderna (se nedan för ytterligare diskussion kring detta). I vilket fall som helst bör man vara ödmjuk inför, och ha stor respekt för, denna uppgift.

Effektiv produktion av risk

Som framgick av den schematiska uppdelningen ovan av en investerings totalavkastning, så måste man för att erhålla en avkastning över den riskfria räntan, antingen ta på sig bred marknadsrisk eller risk som är specifik för enskilda investeringar. Det är också så att bred marknadsrisk och specifik risk har väldigt olika karaktär, och därför kräver olika kompetenser och "produktionsapparater" för att "producera" och hantera på ett framgångsrikt sätt (det vill säga skapa förutsättningar för en god avkastning efter kostnader).

Vid produktion av generell bred marknadsrisk är uppgiften att på ett så kostnadseffektivt sätt som möjligt replikera marknadens avkastningsutveckling. Marknaden representeras oftast av något brett marknadsindex, och ett av de stora problemen som då föreligger är att replikera indexets avkastning utan att dra på sig stora transaktionskostnader. Ett annat problem är att investerbarhet och likviditet hos de olika värdepapper som finns på marknaden kan vara väldigt varierande. Produktion av marknadsrisk har också klara inslag av stordriftsfördelar, och kräver ett utvecklat systemstöd. Dels krävs ett kraftfullt portföljadministrativt system för att hantera stora transaktionsvolymerna i ett stort antal värdepapper. Dels behövs ett utvecklat riskmätningssystem, eftersom god riskkontroll är en central del av uppgiften. Utöver detta så är förmågan till effektiv exekvering en viktig kompetens. Det är också så att förvaltningsstilen ofta innehåller starkt kvantitativa inslag.

Att långsiktigt och konsekvent kunna generera positiv avkastning genom att ta specifik risk är liktydigt med att ha en förmåga att löpande kunna "slå marknaden". För att lyckas med detta krävs självklart en mycket hög kompetens hos förvaltaren. Typen av spetskompetens som framgångsrika förvaltare besitter kan dock skilja sig avsevärt åt. Det finns framgångsrika

förvaltare som är starkt inriktade på fundamental analys, medan andra kan ha mer kvantitativa angreppssätt. Gemensamt för de flesta framgångsrika förvaltare är dock att deras investeringsprocesser är strukturerade, disciplinerade, fokuserade och har inslag av repeterbarhet.

Tyvärr är det så att det inte enbart är förvaltarens egen förmåga som är viktig när det handlar om framgångsrikt positionstagande i specifik risk. I lika hög grad påverkas förutsättningarna för framgång av egenskaperna hos den marknad på vilken förvaltaren arbetar. Sålunda är det en större utmaning att "slå marknaden" på en effektiv och väl fungerande marknad (till exempel amerikanska storbolagsaktier) än vad det är att göra detta på en sämre fungerande marknad (till exempel europeiska småbolagsaktier).

Sammanfattningsvis kan sägas att en förvaltares framgångspotential är en funktion av förvaltarens egen kompetens samt konkurrensen och effektiviteten i den marknad på vilken förvaltaren är aktiv.

Trots de olika karaktärerna på, och produktionsförutsättningarna för, bred marknadsrisk respektive specifik risk så har man traditionellt väldigt ofta slagit samman de båda riskkategorierna inom ett och samma mandat. Som ett exempel på detta kan följande principiella mandat användas:

- Tillgångsslag: Amerikanska aktier
- Marknadsindex: S&P 500
- Riskmandat: Tracking error i spannet 3–5%

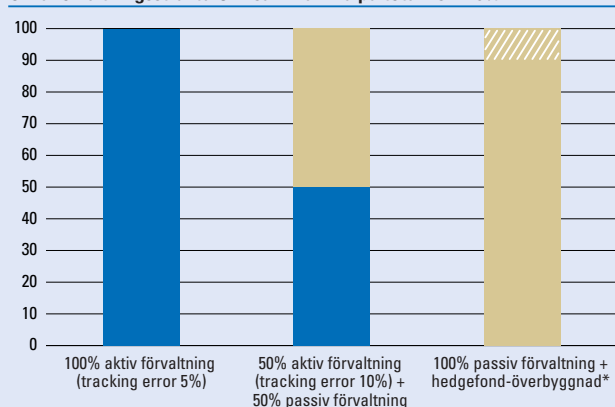
I mandatet ovan används S&P 500 för att representera marknadens risk och avkastning. Till relativt stor del kommer en investering i detta mandat att ha samma egenskaper som en ren investering i S&P 500. Förvaltaren har dock också ett riskmandat att avvika från S&P 500. Med hjälp av detta riskmandat kan förvaltaren addera specifik avkastning och risk till portföljen. Man har sålunda erhållit både marknadsrisk och specifik risk i ett enda paket från samma förvaltare.

Olika portföljstrukturer – samma risk

Traditionellt har man alltså oftast slagit ihop marknadsrisk och specifik risk in i samma mandat. Eftersom de två risktyperna är så olika till sin karaktär så förefaller det finnas fördelar med att om möjligt också investeringsmässigt separera dem. I figuren på nästa sida illustreras några olika möjligheter att sätta ihop portföljer som åtminstone aggregerat och ur matematisk synvinkel är riskmässigt identiska.

Som figuren visar så har det för ett visst tillgångsslag bestämts att den aktiva (specifika) risken ska limiteras till ett tracking error (t.e.) på 5 procent. Den första portföljen består av ett enda mandat av en traditionell aktiv förvaltare som då följaktligen också har en limit för t.e. på 5 procent. Den andra portföljen

Olika förvaltningsstrukturer – samma nivå på total risk = 5%



* Hedgefond-överbyggnad med ett riskmandat anpassat för att ge tracking error 5% för totalportföljen.

består av två mandat. I botten finns 50 procent av portföljen allokerad till en specialist på marknadsrisk (en indexförvaltare). Portföljens övriga 50 procent är investerade i ett tämligen aggressivt traditionellt mandat med en limit för t.e. på 10 procent. Den tredje portföljen består av investeringar i två rena specialistmandat. I botten finns en investering av i princip hela kapitalet till en specialist på marknadsrisk. Ovanpå denna indexförvaltning finns en överbyggnad av en investering till en hedgefond (en specialist på specifik risk²).

Vad kan vi då lära oss av figuren ovan? Först kan tre mer grundläggande observationer göras.

- Det finns många olika typer av portföljstrukturer som ger samma totalrisk. Utmaningen är förstas att hitta den portföljstruktur som har bäst förutsättningar att ge högst avkastning efter kostnader.
- En traditionell aktiv förvaltare är i princip en kombination av en "index tracker" och en hedgefond.
- Hedgefonder kan generellt inte betraktas som en ny tillgångsklass (som ganska ofta görs). De flesta hedgefonder gör ingenting nytt. Snarare gör de på ett mer fokuserat sätt saker som traditionella förvaltare alltid gjort. Möjligen är det dock så att det mer fokuserade uppdrag som hedgefonder ofta har ger dem större förutsättningar att lyckas.

Uppenbarligen har alla tre portföljkonstruktioner i figuren ovan samma nivå på totalportföljens specifika risk. Men en investerare är endast intresserad att ta på sig specifik risk om det finns potential att få positiv avkastning efter kostnader. Finns det då anledning att tro att den potentialen skiljer sig åt mellan de olika

¹ Här kan en liten anmärkning vara på sin plats. I strikt mening kan aktiv risk erhållas utan att ta på sig specifik risk. I en aktieportfölj, till exempel, erhålls en aktiv risk om beta gentemot det relevanta indexet skiljer sig från 1. Detta kan erhållas utan att ha företagsspecifik risk i portföljen. I detta fall är den aktiva positionen ekvivalent med att hålla en kombination av "marknadsportföljen" och kassa (som lång eller kort position), och kan därför betraktas som en allokering mellan olika tillgångsslag. För denna artikels syfte är det dock inte nödvändigt att gå ned på denna detaljnivå vad gäller risktagande.

² Här får man anta att hedgefonden utnyttjar liknande grunder (metodologi) för sitt positionstagande som den traditionella aktiva förvaltaren gör för sina positioner i specifik risk. Om tillgångsslaget i portföljen är en aktiemarknad, så kan hedgefonden vara av typen så kallad long/short.

portföljkonstruktionerna?

Om man tror att framgångsrik produktion av marknadsrisk respektive specifik risk kräver olika kompetenser och produktionsapparater, finns det anledning att tro att de mer specialiserade portföljkonstruktionerna är att föredra. Begrunda exempelvis följande:

- Med ett mandat som är helt anpassat till uppgiften att generera specifik avkastning, kan resurserna helt fokuseras på denna uppgift.
- En specialist på marknadsrisk är väsentligt billigare att anlita än en traditionell aktiv förvaltare. Det innebär att den del av en aktiv förvaltares uppdrag som består av att producera marknadsrisk troligen kan erhållas på ett billigare sätt. (Har man otur kan den traditionella aktiva förvaltaren visa sig bli en kombination av en extremt dyr indexförvaltare och en medioker hedgefond.)

Är fullständig separation av olika risktyper möjlig?

Möjligheterna att på ett effektivt sätt separera produktion av marknadsrisk från specifik risk varierar kraftigt beroende på tillgångsslaget. För väl fungerande och likvida marknader är det ofta både möjligt och kostnadseffektivt att komma ganska långt i uppdelningen. För mindre likvida och effektiva marknader är det betydligt svårare att åstadkomma en uppdelning till en rimlig kostnad, och man kan sålunda, vare sig man vill det eller inte, bli tvungen att på ett mer traditionellt sätt erhålla marknadsrisk och specifik risk via ett och samma paket.

Men även i dessa mindre effektiva marknader, kan det konceptuella ramverket om separation av riskkategorier vara till hjälp i arbetet med att finna en effektiv portföljstruktur. För även i sådana marknader kan det, av de tillgängliga traditionella aktiva förvaltare av god kvalitet, finnas någon eller några som har en process och metodologi som passar väl för produktion av både marknads- och specifik risk³. Andra kan ha processer som är mer specialiserade för specifik risk och där en indexkoppling snarast är att betrakta som en begränsning. Om så är fallet kan man låta de förstnämnda förvaltare ta hand om marknadsrisk och en begränsad del av den specifika risken, och de sistnämnda förvaltare kan få väldigt fria mandat där i princip den enda kopplingen index är att detta helt eller delvis specificerar investeringsuniversum.

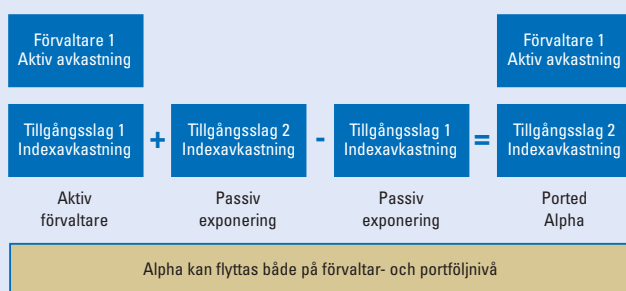
Portable Alpha

Om man fullt ut fullföljer principen att separera marknadsrisk och specifik risk så landar man i en portföljkonstruktion som brukar kallas "portable alpha". Port-

³ Produktion av ren marknadsrisk på ett kostnadseffektivt sätt blir, på grund av bland annat transaktionskostnader, allt svårare ju mindre likvid marknaden är. Av detta skäl kan det vara motiverat att i mindre likvida marknader även låta specialister på marknadsrisk ha ett visst riskutrymme för specifik risk. Självklart måste man då använda förvaltare som produktivt kan utnyttja detta utrymme. Alternativt kan man även för marknadsrisk använda en mer traditionell aktiv förvaltare, som har en process och metodologi som även passar för marknadsrisk.

able alpha-ansatsen är dock inte begränsad till att man kan hitta rena specialister för marknadsrisk respektive specifik risk. I stället kan man med hjälp av derivat (om sådana finns tillgängliga till en rimlig kostnad⁴) säkra bort marknadsrisk från ett traditionellt aktivt mandat. Detta förfarande illustreras av figuren nedan.

Vad är Portable alpha?



Portable alphaprogram kombinerar specifik respektive marknadsrisk på de sätt som är mest lämpligt givet investeringsmålen.

I figuren ovan har fonden anlitat förvaltare 1. Denna förvaltare ger som ett paket både marknadsrisk och specifik risk för tillgångsslag 1. Fonden tror att kompetensen hos förvaltare 1 i kombination med en kanske bristande effektivitet i tillgångsslag 1 ger mycket goda förutsättningar för en bra avkastning på den specifika risk som förvaltare 1 tar. Dock vill man egentligen inte ha den marknadsrisk för tillgångsslag 1 som man får med "i paketet". Snarare skulle man istället vilja ha marknadsrisk för tillgångsslag 2 i kombination med specifik risk från förvaltare 1 (som dock investerar i tillgångsslag 1). Om det finns derivatmarknader för både tillgångsslag 1 och 2 kan detta åstadkommas på följande sätt:

1. Investera till exempel 100 MSEK i förvaltare 1.
2. Sälj via indexterminer marknadsrisk för tillgångsslag 1 för ett underliggande belopp om 100 MSEK.
3. Köp via indexterminer marknadsrisk för tillgångsslag 2 för ett underliggande belopp om 100 MSEK.

Tanken med portable alpha är väldigt tilltalande eftersom den inte låter en fonds långsiktiga tillgångsallokering begränsa utrymmet för att generera avkastning från specifik risk.

Låt oss utveckla detta något genom att ta en pensionsfond som exempel.

En pensionsfonds långsiktiga tillgångsallokering innehåller normalt av naturliga skäl stora andelar av tillgångsslag som handlas på väl utvecklade och likvida finansiella marknader (till exempel storbolagsaktier från USA eller statsobligationer från OECD), och endast

⁴ Den drivande tanken bakom portable alpha handlar sålunda inte om att det finns olika produktionsförutsättningar för framgångsrik produktion av marknads- respektive specifik risk, som gör att man eventuellt borde försöka separera de två risktyperna också mandatmässigt. Snarare handlar portable alpha om att ge full flexibilitet, ur totalportföljens synvinkel, vad gäller val av marknader för att erhålla marknadsrisk respektive val av marknader för att erhålla specifik risk.

mindre andelar av tillgångar som handlas på mindre utvecklade och mindre likvida finansiella marknader (till exempel emerging markets eller småbolagsaktier).

Problemet här är att när det gäller potential för god avkastning på specifik risk så skulle man vilja ha en precis omvänd tillgångsallokering. Detta eftersom det finns större förutsättningar att erhålla en långsiktigt positiv avkastning från specifik risk i mindre utvecklade och mindre effektiva marknader. Åtminstone i teorin så löser portable alpha detta problem, eftersom ramverket helt och hållet frikopplar de tillgångsslag i vilka man vill ha marknadsrisk, från de tillgångsslag i vilka man vill ha specifik risk.

Precis som i fallet med produktionsmässig separation av marknadsrisk från specifik risk har portable alpha implementeringsmässiga problem. Grunden till dessa problem består i att du behöver tillgång till derivat för marknadsrisken såväl för den marknad där du vill bibehålla den specifika risken, men eliminera marknadsrisken, som för den marknad där du enbart vill ha marknadsrisk. Normalt är det tyvärr så att för derivat på bred marknadsrisk så minskar likviditeten, och kostnaden ökar, snabbt i takt med att den underliggande marknadens effektivitet och likviditet försämras. Med andra ord kan det vara svårt att via derivat, och till en rimlig kostnad, eliminera marknadsrisken i de marknader där man vill ha mycket specifik risk. Det beror på att de marknader som har bäst potential för god avkastning på specifik risk oftast har mindre god likviditet och bristande effektivitet⁵.

Trots dessa implementeringsmässiga problem, så utgör portable alpha ett intressant ramverk för konstruktion av effektiva portföljstrukturer. Även om det inte är praktiskt möjligt att implementera ramverket fullt ut, kan det implementeras för vissa delar av totalportföljen och också ge indikationer på hur förvaltningen av andra delar av totalportföljen kan effektiviseras.

⁵ Problemen vid implementering av portable alpha är likartade problemen vid implementering av produktionsmässig separation av marknadsrisk från specifik risk. Bägge koncepten fungerar bra för likvida och effektiva marknader och dåligt för marknader med bristande effektivitet och likviditet. Portable alpha torde dock ha mindre implementeringsmässiga problem än fullständig separation av produktion av marknads- och specifik risk.

Tema

Så ska AP3 bli en ledande "förvaltare av förvaltare"



Cecilia Sved
portföljförvaltare

Omkring en fjärdedel av AP3:s tillgångar förvaltas av externa förvaltare. I fondens investeringsprocess läggs stor vikt vid uppgiften att utse vilka förvaltare som ska få för-

troendet att sköta delar av det svenska pensionskapitalet. I denna artikel beskriver Cecilia Sved vad det innebär att vara en så kallad "förvaltare av förvaltare" och hur fonden tillämpar modern portföljteori för att sätta ihop en portfölj med en optimal kombination av skickliga förvaltare i syfte att bidra positivt till fondens aktiva avkastning.

Under det senaste decenniet har det skett en enorm utveckling av marknaden för kapitalförvaltning. Antalet förvaltare har vuxit snabbt, vilket har medfört att vi har fått ett stort utbud av förvaltare med sinsemellan olika investeringsstil och investeringsprocesser. Detta har skapat nya möjligheter till riskspridning där portföljteoretiska verktyg kan användas för att studera olika förvaltare i syfte att identifiera en optimal mix av förvaltare med olika profil.

Den traditionella ansatsen för att lägga ut kapitalförvaltningsuppdrag är att söka identifiera *den enskilt bästa förvaltaren* för respektive tillgångsslag. På AP3 arbetar vi istället med att utifrån en utvald grupp av skickliga förvaltare hitta *den bästa kombinationen*. En skicklig förvaltare har förmåga att generera överavkastning och genom att kombinera två eller flera förvaltare med olika stil, kan vi skapa förutsättningar att förbättra vår avkastning i förhållande till den risk vi tar.

Redan när strukturen för AP3s förvaltningsorganisation byggdes upp inför det mandat som trädde i kraft 2001 fattades det strategiska beslutet att den externa förvaltningen skulle inriktas på att göra AP3 till en ledande förvaltare av förvaltare enligt den så kallade multi-manager-modellen.

Under de senaste tre åren har vi arbetat med att bygga upp en pool av förvaltare inom olika marknader med vilka fondens slutit långsiktiga avtal. Detta projekt har nu kommit en bra bit på väg och avtal finns nu med totalt 35 förvaltare inom sex olika mandat inom ett antal regionala marknader. Under de kommande åren kommer verksamhetens fokus att successivt flyttas från ren upphandling till utvärdering och analys av den befintliga förvaltarpoolen i syfte att identifiera behov av eventuella omplaceringar inom fondens pool av kontrakterade förvaltare.

Vägen från förvaltaruniversum till AP3s förvaltarpool

AP3s totala universum av förvaltare utgörs av alla de kapitalförvaltare runt om i världen som teoretiskt sätt

kan tänkas få förvaltningsuppdrag. Detta är en alltför stor mängd aktörer för oss att hantera. Därför tillämpas en utvärderingsprocess för att identifiera en grupp skickliga förvaltare på varje marknad. Dessa förvaltare bildar sedan AP3s "förvaltarpool".

Screening – utvärderingsprocess

AP3s upphandlingsprocess styrs av lagen om offentlig upphandling. Det innebär höga krav på struktur och noggrann dokumentation. Även om detta har visat sig vara en mer tidskrävande procedur än vi ursprungligen räknade med (tid från annons till avtal kan vara upp till ett år), har upphandlingsreglerna också varit ett stöd för att tydligt definiera urvalskriterier och upprätthålla konsekvens och transparens.

Steg 1: Annonser

När vi fattat beslut om vilken typ av mandat som ska handlas upp annonseras detta på fondens webbplats och i den europeiska databasen Tender Electronic Daily (TED). I annonsen specificeras vilket mandat som avses och de minimikrav som ställs på förvaltarna.

I ett första steg begränsas urvalet av förvaltare genom enkla kvantitativa kriterier som exempelvis nivå på historisk riskjusterad avkastning och storleken på tillgångar under förvaltning.

Steg 2: RFP – Request For Proposal

Nästa steg är en kvalitativ utvärdering som baseras på förvaltarnas svar på ett utsänt frågeformulär (RFP – Request For Proposal). AP3s frågeformulär är mycket omfattande och innehåller bland annat frågor om följande huvudområden:

- Förvaltarens organisationsstruktur.
- Förvaltningsteamets sammansättning, inklusive portföljförvaltarnas erfarenhet och anställningsår.
- Investeringsfilosofi.
- Investeringsprocess.
- Investeringsstil.
- Analysorganisation.
- Riskkontroll.
- Administration.

Vad är investeringsfilosofi?

Man kan säga att investeringsfilosofi är ett intellektuellt ramverk för hur förvaltaren tror sig kunna generera aktiv avkastning. Förvaltaren tar aktiva positioner baserat på sin marknadsuppfattning och sina analysverktyg, och filosofin beskriver hur den bakomliggande tron på vad som skal generera överavkastning ser ut.

Man kan till exempel ha en uttalad syn på vilka variabler som utmärker bolag som i längden kan väntas ge en bättre avkastning än index. Med hjälp av dessa kan man konstruera olika värderings- och ranking-verktyg. Vissa förvaltare tenderar att arbeta mer utifrån kvantitativ analys, andra utgår mer från kvalitativ information, så kallad fundamental analys.

Vad är investeringsstil?

Investeringsstil beskriver de principer som ligger bakom valet av enskilda värdepapper. Det finns ett antal olika begrepp som man brukar använda sig av för att beskriva olika investeringsstilar. Inga av dessa har dock någon entydigt definition. Nedan beskrivs några av de mest vanliga begreppen:

Value vs Growth: En value-investerare tenderar att investera i bolag med låga P/E-tal och stabil intjäningsförmåga. En growth-investerare investerar i bolag med hög förväntad framtida avkastning.

Size bias: Portföljen tenderar att uppvisa en övervikt av exempelvis småbolag jämfört med index.

Momentum: En momentuminvestor låter trendframskrivningar påverka investeringsbesluten. Denna typ av förvaltare tenderar att prestera bäst i en stigande aktiemarknad.

Fundamental analys: En fundamental analys utgår till exempel från en viss värderingsmodell. Denna typ av analys omfattar normalt bedömningar och övervägningar från den som genomför analysen.

Kvantitativ: En del förvaltare använder en renodlat kvantitativ analysmetodik, det vill säga att man i princip låter en kvantitativ modell avgöra hur portföljen ska se ut.

Stock-picking: En förvaltare inriktad på stock-picking arbetar normalt mer med kvalitativ analys; man gör företagsbesök och bedömer företagets strategier och så vidare. Urvalet av aktier och dess vikt i portföljen utgår inte från bolagets vikt i index, utan beror på förvaltarens tro på det enskilda bolaget.

Antalet inkomna ansökningar per mandat har varierat mellan 20 och strax över 100. AP3s portföljförvaltare går sedan noga igenom varje ansökan och sätter poäng på olika delområden. Detta är den mest tidskrävande fasen i upphandlingsprocessen, utvärderingen kan ta upp till ett par månader. Denna kvalitativa utvärdering resulterar i en rankinglista. De förvaltare som rankas högst blir föremål för en fördjupad analys. Efter denna kvalitativa bedömning görs en kvantitativ analys av de historiska förvaltningsresultaten, i första hand aktiv avkastning, risknivå och förvaltningsstil. Här studeras både de förvaltare som har fått högst ranking och som en referens även de övriga förvaltarna.

Steg 3 – Fokuslista

De förvaltare som har högst ranking hamnar på vår fokuslista. Hur många som finns med på listan varierar, bland annat beror det på mandatets storlek. Målet är att välja ut ett begränsat antal högt kvalificerade förvaltare som representerar en bredd av olika förvaltningsstilar. Fokuslistan brukar omfatta 3–8 förvaltare.

Ett team av portföljförvaltare från AP3 besöker samtliga förvaltare på fokuslistan. Vi träffar förvaltningsteamet, medarbetare från riskkontroll- och back office-avdelningarna samt förvaltarnas jurister och kundansvariga. Syftet med dessa möten är att verifiera våra intryck från den ursprungliga ansökan.

Vid besöken görs också en fördjupad analys av förvaltarnas investeringsfilosofi och investeringsprocess. Det är viktigt att utvärdera om de processer och den organisation som förvaltaren beskriver i sin ansökan också finns på plats i verkligheten, till exempel om

förvaltarteamet har tillräckliga resurser för att implementera investeringsprocessen. Det är också viktigt att följa upp om det finns en samstämmighet mellan den investeringsprocess, stil och filosofi som förvaltaren säger sig arbeta efter och historiskt förvaltningsresultat, det vill säga att man faktiskt levererar den produkt som man säger sig leverera. Efter hemkomsten inleds avtalsförhandlingar med de förvaltare som kvarstår på fokuslistan. Under förhandlingarna fastställs bland annat avgiftsstrukturen. Vanligtvis har förvaltningsavgiften en fast del, uttryckt som andel av förvaltat belopp, och en rörlig del som är beroende av vilken aktiv avkastning som förvaltaren presterar.

Steg 4 – Portföljkonstruktion och avtal

Efter att avtal tecknats med förvaltarna på fokuslistan, blir uppgiften att fastställa vilka förvaltare som ska få förvaltningsmandat och med vilka belopp. Metodiken för att fatta detta beslut kan liknas vid en portföljkonstruktionsprocess där det gäller att identifiera den optimala portföljen.

AP3s mål är att utifrån denna grupp av högt kvalificerade förvaltare konstruera portföljen så att det finns en bra balans mellan förvaltare med olika stil för att uppnå en önskvärd riskspridning. Vi eftersträvar att portföljen som helhet avspeglar en marknads- och stilneutral position. Det innebär att vi inte tror att vi har någon unik kunskap om vilken investeringsstil som kommer att ge bäst avkastning på kort sikt och inte heller vilka förvaltare som gynnas vid en uppåt- respektive nedåtgående aktiemarknad. AP3s strategi är således att skapa en överavkastning som beror på förvaltarnas unika förmåga snarare än en marknadstro. Vi eftersträvar att diversifiera bort så kallade "faktorer" (exempelvis investeringsstil).

Denna diversifieringsstrategi ställer höga krav på att förvaltarna har en konsekvent investeringsprocess och investeringsstil över tiden. Motsatsen till detta benämns "stildrift". Därför är kvantitativ analys av förvaltarnas historiska avkastning en viktig del av AP3s portföljkonstruktionsprocess. Här studeras avkastningsseriernas samvariation med indexavkastningen nedbrutet på faktornivå (till exempel value vs growth).

Hur många förvaltare som är aktiverade (har fått mandat) respektive icke-aktiverade (inte har fått mandat) avgörs av flera faktorer. Eftersom AP3 är en relativt stor pensionsfond, även med internationella mått mätt, är storleken på mandatet ibland betydande. Fondens strategi är att dela upp mandatet på så många förvaltare att fonden blir en stor, men inte dominerande, kund hos förvaltarna. För det europeiska small- och midcap-mandatet innebar detta att mandatet inledningsvis delades upp på fyra förvaltare. Antalet förvaltare påverkas också av AP3s strävan att uppnå en diversifiering mellan olika investeringsstilar. Ibland

kan detta uppnås med relativt få mandat, men i vissa fall krävs flera.

Löpande förvaltning

Genom att vi i upphandlingsprocesserna har tecknat avtal med fler förvaltare än vi fonderar, växer fondens förvaltarpool med varje upphandling. AP3 har idag gällande avtal med 35 förvaltare inom sex olika mandat, fördelade på olika regionala marknader. Av dessa är 13 för närvarande fonderade inom olika mandat och i olika kombinationer.

I takt med att AP3s förvaltarpool växer blir uppföljning en allt viktigare del av AP3s multi-manager-strategi.

AP3s målsättning är att årligen göra en grundlig uppföljning av samtliga förvaltare som fonden har avtal med, alltså inte bara dem som har erhållit mandat. En viktig del av uppföljningsarbetet är besök hos förvaltarna. Under oktober 2003 genomförde vi våra första återbesök hos förvaltarna inom det japanska aktiemandatet och under januari 2004 genomfördes ett första återbesök hos fondens asiatiska aktieförvaltare.

För de förvaltare som har erhållit mandat (aktiverade förvaltare) får vi information om resultatutvecklingen på daglig basis. Risk och avkastning för den samlade portföljen av externa mandat analyseras på veckobasis. Att förvaltarens limiter inte överskrids bevakas kontinuerligt av fondens Compliance Officer.

Kvartalsvis görs en genomgång med varje förvaltare där vi diskuterar utvecklingen på de enskilda marknaderna, vilka positioner som tagits, riskexponering och hur portföljen utvecklats.

Uteslutning av förvaltare

Det finns ett antal olika faktorer som kan motivera en förnyad analys för att avgöra om förvaltaren ska ersättas av en annan förvaltare inom fondens förvaltarpool. Händelser som föranleder åtgärder från vår sida kan vara såväl organisatoriska som avkastningsrelaterade.

Organisatoriska händelser

- *Organisationsförändringar:* Om förvaltningsorganisationen förändras kraftigt genom exempelvis ett samgående, uppköp eller genom en genomgripande förändring av strategin, så föranleder detta en utvärderingsinsats från vår sida för att bedöma om förändringen kan komma att påverka förvaltningen.
- *Personella förändringar:* Om den ansvarige förvaltaren eller någon annan nyckelperson i förvaltningsteamet lämnar organisationen eller övergår till andra uppgifter internt, så föranleder även detta en analysinsats där förvaltningen blir föremål för särskild bevakning under en period.
- *Överträdelse av investment guidelines:* Om förvaltaren överträder de limiter som överenskommits utan förvarning eller skälig förklaring.

- *Övrigt:* Alla affärsrelationer bygger i grunden på ett ömsesidigt förtroende mellan kund och leverantör. Detta förtroende kan skadas av en enskild händelse eller en kombination av händelser.

Avkastningsrelaterade händelser

- *Stildrift:* Om förvaltaren avviker från den tidigare beskrivna investeringsprocessen eller förvaltningsfilosofin eller om en övervägande del av resultatet kommer från parametrar som inte beskrivits vara av central betydelse för förvaltaren är det nödvändigt med en ny fördjupad analys av förvaltaren.
- *Avkastning och risk:* Utgångspunkten för uppföljningen av avkastningen är de årliga mål för aktiv avkastning, risk och informationskvot (mått på riskjusterad avkastning) som överenskommits med förvaltaren. Om den faktiska utvecklingen för någon eller några av dessa parametrar avviker markant från dessa mål kommer en fördjupad analys att genomföras. Observera att detta kan gälla både positiva och negativa avvikelser.
- *Optimal kombination:* Målet för AP3 är att uppnå bästa möjliga riskspridning inom ramen för den befintliga förvaltarpoolen. Om vår analys visar att den valda kombinationen av förvaltare inte är optimal, kommer vi att se över vår förvaltarpool för att försöka identifiera en bättre kombinationsmöjlighet. Detta kan innebära att antalet förvaltare utökas eller en förvaltare ersätts med en annan. Det övergripande målet är hela tiden att generera överavkastning till fonden.

Utvecklingsprojekt de närmaste åren

Under 2003 har mycket arbete lagts ned på att bygga upp en struktur för hur AP3s externa mandat ska hanteras. I vår strävan att vara en ledande "förvaltare av förvaltare" krävs ett kontinuerligt lärande och en ständigt utveckling av vår investeringsprocess.

Förutsättningarna i vår omvärld förändras ständigt, marknaden för kapitalförvaltning utvecklas snabbt. Under de kommande åren kommer vi att fokusera på följande tre utvecklingsområden:

- *Benchmarking.* Vi vill jämföra oss med de världsledande aktörerna i gruppen "förvaltare av förvaltare", i syfte att se var vi kan förbättra vår process och våra analysmetoder.
- *Utveckla kvantitativt stöd.* Ju mer AP3s förvaltaruniversum växer, desto högre krav ställs på vår kvantitativa analys. Bland annat behöver vi utveckla verktyg som ger en konsekvent analysmetodik.
- *Arbeta aktivt med våra förvaltare.* Vi har förmånen att samarbeta med några av de ledande kapitalförvaltarna i världen. Vårt mål är få till stånd ett fördjupat samarbete mellan AP3 och förvaltarna, där våra samarbetspartners bidrar till att utveckla fondens kunskapskapital.

Tema

Sambandet mellan demografi, tillgångspriser och kapitalavkastning



Bengt Hansson
Chefekonom

AP3 bedriver sedan 2002 ett internt analysprojekt för att belysa sambandet mellan demografi och tillgångspriser. Projektet är en del av fondens utvecklingsarbete inom ALM-analys.

I denna artikel ger AP3s chefekonom Bengt Hansson en översikt av aktuell forskning på området.

Den åldrande befolkningen i OECD-området har givit upphov till spekulationer om att vi står inför en period av reellt sett fallande tillgångspriser. Men forskningsresultaten pekar mot att det inte finns anledning att tro att tillgångspriserna ska falla markant och påtagligt minska avkastningen på kapital under det kommande decenniet. Vi bör dock räkna med en successivt minskad avkastning på kapital. Men dessa slutsatser är starkt beroende av vilka antaganden som görs, om exempelvis internationell kapitalrörlighet och hushållens förväntningar.

Demografin spelar en viktig roll för tillgångspriser och för avkastningen på reala och finansiella tillgångar. Förutom att demografin bestämmer tillgången på arbetskraft, så är den en viktig faktor för sparandet och kapitalbildningen och tillsammans bestämmer dessa bägge faktorer avkastningen på kapital. Effekterna på det totala aggregerade sparandet följer av att befolkningsstrukturen varierar över tiden och av att hushållen önskar hålla en någorlunda jämn konsumtion över livsryckeln.

Den växande andelen äldre i befolkningen har fått många att oroa sig för att tillgångspriserna reellt sett ska falla framöver. Detta kan inträffa om äldre med negativt sparande blir flera och säljer sina tillgångar till de relativt få hushållen som sparar. Avgörande är när detta i så fall kommer att visa sig i tillgångspriserna. Förväntningarna spelar här en viktig roll. Om vi har rationella framåtblickande hushåll så är den framtida befolkningsstrukturen redan diskonterad i dagens priser och vi kan förvänta oss mindre effekter på tillgångspriser och avkastning framöver, än om hushållen har kort framförhållning.

Det offentliga sparandet är vid sidan av det privata sparandet viktigt för kapitalbildningen eftersom summan av privat och offentligt sparande är lika med det totala sparandet. Dagens svaga offentliga finanser i OECD håller nere det totala sparandet och växande budgetunderskott kan liksom på 80-talet leda till högre realräntor och lägre tillgångspriser. Även om dagens underskott främst beror på andra faktorer än en åldrande befolkning, så kommer påfrestningarna på de offentliga finanserna med nuvarande regelsystem för skatter och transfereringar, att öka markant framöver i takt med att befolkningarna åldras. Utvecklingen för

de offentliga finanserna är ohållbar i många länder, men i takt med att pensionsystemen reformeras kan vi förvänta oss en positiv effekt på sparandet. I Sverige har vi redan reformerat pensionsystemet och ligger på detta område före övriga OECD-länder. Det är intressant att notera att ett betydande överskott i ålderspensionssystemet har bidragit till att Sverige haft ett överskott i de offentliga finanserna under senare år.

Den ökade globaliseringen innebär framför allt att världens kapitalmarknader har blivit alltmer integrerade. Under 90-talet avskaffades de sista kapital- och valutareglerna mellan OECD-länderna. Sambandet mellan investeringar och inhemskt sparande har därför försvagats under 90-talet, även om inhemskt sparande fortfarande är den viktigaste finansieringskällan för investeringar. De stora kapitalflödena sker idag mellan de rika OECD-länderna medan kapital är relativt orörligt mellan OECD och icke-OECD. Mycket tyder på att OECD bör ses som en enhet när vi analyserar effekterna av demografiska förändringar på kapitalmarknader och kapitalavkastning.

Att döma av befolkningsstatistiken för OECD står vi nu inför en period av fortsatt högt sparande, höga tillgångspriser och en successivt minskande avkastning på kapital. Hushållens sparande kan förväntas bli högt framöver både till följd av att många yrkesverksamma befinner sig i den övre medelåldern och kan spara mycket, men också av att pensionärerna endast långsamt avvecklar sina tillgångar.

Arbetskraftens andel av befolkningen i OECD, beräknad som andelen av befolkningen mellan 19 och 65 år, fortsätter att vara hög under ytterligare några år. Först efter 2010 minskar tillgången påtagligt. Den diskussion som idag förs om brist på arbetskraft och en växande försörjningsbörda speglar att den faktiska pensionsåldern är väsentligt lägre än den officiella. Bristen på arbetskraft är en konsekvens av gårdagens politiska beslut.

Hur hänger det ihop? Generationsmodellen

För att förstå effekterna av demografiska förändringar på kapitalavkastning och tillgångspriser väljer vi en så kallad "överlappande generationsmodell". Modeller av denna typ gör explicit skillnad på olika åldersgrupper och beaktar att hushållen har olika lång tid kvar att leva och olika lång planeringshorisont. Vi väljer här att resonera i en modell med tre åldersgrupper: unga yrkesverksamma, medelålders yrkesverksamma och pensionärer. Vi bortser för enkelhets skull ifrån barn och utgår ifrån att de är en del av de unga hushållens konsumtionsbeslut. De unga sparar endast lite, eftersom de har ett försörjningsansvar, de medelålders sparar mycket och pensionärerna sparar inte alls, utan säljer sina tillgångar till köparna och då främst till de i medelåldern. När befolkningen är konstant är alla generationer lika stora och

sparandet, kapitalbildningen, arbetskraften och kapitalavkastningen är konstant över tiden.

I unga ekonomier med snabb befolkningstillväxt är tillgången på arbetskraft stor och tillgången på kapital liten, varför produktiviteten liksom avkastningen på kapital, är hög. I den mogna ekonomin med många medelålders är sparandet högt. Kapitalintensiteten växer och kapitalavkastningen faller. Arbetskraften är oförändrad: ökningen av de medelålders motsvaras av minskningen i antalet unga. När den stora gruppen når pensionsåldern minskar sparandet och kapitalstocken. Samtidigt minskar dock även arbetskraften varför effekten på kapitalintensiteten och kapitalavkastningen i detta fall inte är entydig.

Sparande och kapitalbildning

Om vi ser till den faktiska befolkningsstrukturen i Eurozonen och i USA sammantaget (se figur nedan) så framgår det att vi nu håller på att lämna faser med många unga i yrkeslivet och står inför den mogna fasen med många medelålders i befolkningen.¹ Andelen unga var som störst under 80- och 90-talen. Den mogna fasen med många medelålders sparare kommer av befolkningsprognoserna att döma, att vara fram till ungefär 2020. Sparandet och kapitalbildningen ökar genom att vi får en större andel sparare i arbetskraften jämfört med tidigare samtidigt som arbetskraften är konstant. Arbetskraftens (unga och gamla) andel av befolkningen förblir i stort sett oförändrad mellan 1990 och 2015. Ökningen av antalet pensionärer dämpar kapitalbildningen och håller tillbaka efterfrågan på finansiella tillgångar. Pensionärerna ökar på ett påtagligt sätt successivt sin andel av befolkningen, från 15 procent 2010 till 21 procent 2025.

En mekanisk bedömning av kapitalavkastningen utifrån befolkningsstatistiken säger oss att denna kommer att vara lägre under de kommande två decennierna än under 80- och 90-talen. Under 80- och 90-talen var avkastningen rekordhög både på aktier och på obligationer. Under inledningen av 2000-talet har avkastningen på aktier fallit på ett dramatiskt sätt medan avkastningen på obligationer fortsatt att vara mycket hög. Den reala avkastningen på aktier i världen uppgick

mellan 1980 och 2002 dock till 6,5 procent i genomsnitt trots den kraftiga nedgången under åren 2000 till 2002. Detta kan jämföras med avkastningen på 5,4 procent i genomsnitt för den dryga hundraårsperioden mellan 1900 och 2002.² Av demografiska skäl kan vi förvänta oss höga tillgångspriser och en successivt fallande avkastning på tillgångar under det kommande dryga decenniet. Nivån på dagens tillgångspriser motsäger inte att så skulle kunna bli fallet. Räntenedgången sedan 80-talet har gjort att priserna på obligationer idag är rekordhög och aktiepriserna historiskt sett höga, relativt utdelningar och vinster, trots börsnedgången sedan 2000.³

Vad vet vi om sparandet?

Det finns ett stort antal studier av sparandet som visar att hushållen sparar mer i hög ålder än vad som går att motivera utifrån enkla livscykelmodeller för sparande. Poterba (2000) analyserar de amerikanska hushållens förmögenhetsutveckling med hjälp av data från Survey of Consumer Finances (SCF) mellan 1983 och 1995.⁴ SCF gör det möjligt att följa representativa hushåll, individer över tiden och därmed särskilja effekterna från det rena åldrandet på förmögenheten från de åldersgruppspecifika effekterna. Analysen visar att hushållens nettoförmögenhet bestående av både finansiella och reala tillgångar når sitt maximum då individen är mellan 65 och 69 år och att hushållens förmögenhet därefter minskar endast i långsam takt. Poterba beräknar den framtida efterfrågan på tillgångar utifrån en ålders- och gruppsspecifik efterfrågefunktion på tillgångar och via en framskrivning av befolkningsstrukturen. Denna härledda efterfrågan på tillgångar per individ beräknas öka fram till 2020 för att först därefter plana ut. Motiven till att pensionärerna endast långsamt minskar sin förmögenhet kan bero på en önskan att lämna arv, förväntningar på ökad livslängd och osäkerhet om livslängden. I en överlappande generationsmodell finner Börsch-Supan et.al (2001) för Tyskland, att sparandet förväntas öka fram till 2020.⁵ Mycket pekar därför på att sparandet i OECD kommer att vara högt under de närmaste ett till två decennierna.

¹ Vi har inte tillgång till data uppdelade på åldersklasser för samtliga OECD-länder, men vi har data för Eurozonen och USA. Befolkningsstrukturen i dessa båda länder sammantaget svarar sannolikt rätt väl mot strukturen i hela OECD. Eurozonen utmärks liksom Japan av en stagnerande eller minskande befolkning, medan USA har en positiv befolkningstillväxt liksom Australien, Kanada och Mexiko. Befolkningen i Eurozonen och USA uppgår för närvarande till cirka 600 miljoner och ekonomierna svarar tillsammans för mellan 60 och 70 procent av värdet på världens aktie- och obligationsmarknader.

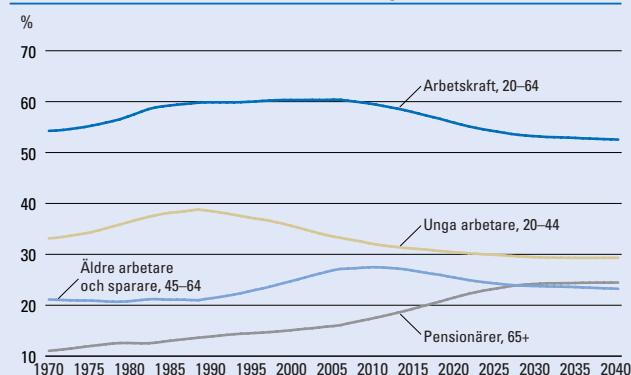
² Dimson et.al. 2002, Triumph of the optimists och Dimson et.al., Global Investment Returns Yearbook 2003.

³ Vi har ett förväntat omvänt samband mellan priset på en tillgång och avkastningen på denna. För obligationer är detta uppenbart: ju högre pris desto lägre avkastning. För aktier gäller att priset består av två komponenter: framtida utdelningar och framtida avkastning. För en given förväntad utdelningstillväxt gäller som för obligationer att vi har ett direkt omvänt förhållande mellan aktiepriset och framtida avkastning på aktien. Ju högre den förväntade framtida avkastningen är, desto lägre pris på aktien. Annorlunda uttryckt så måste priset vara lågt idag för att avkastningen ska kunna vara hög i framtiden.

⁴ Poterba, J (2001), "Demographic Structure and Asset Returns," Review of Economics and Statistics, s 565-84.

⁵ Börsch-Supan, A, A Ludvig och J Winter (2001), "Aging and International Capital Flows, NBER WP 8553.

OECD: åldersklasser, andelar av totalbefolkningen



De åldrande befolkningarna innebär påfrestningar för de offentliga finanserna genom ökade krav på sjukvård och pensioner. De offentliga pensionsystemen kommer att hamna under press och måste reformeras i flera länder. Dang et al (2001), har analyserat konsekvenserna av åldrandet för de offentliga finanserna bland OECD:s medlemsländer.⁶ Studien visar att om nuvarande regler bibehålls så kommer pensionsutgifterna i OECD att öka med i genomsnitt 3 till 4 procentenheter av BNP mellan 2000 och 2050. Ökningen av pensionsbetalningarna beräknas vara som snabbast mot slutet av detta decennium. Särskilt stora ökningarna väntas i Frankrike, Italien, Spanien och Tyskland, det vill säga i Eurozonens kärnländer. I dessa länder kommer pensionsutbetalningarna 2050 att vara omkring 16 procent av BNP mot omkring 12 procent i dag. Totalt sett beräknas det offentliga sparandet med nuvarande regler försämrats med omkring 6 till 7 procentenheter av BNP mellan 2000 och 2050. Dessa utgiftsökningar tillkommer i en situation där skuldsättningen i offentlig sektor och skattetrycket redan i dag upplevs som ett problem. Reformerna är därför att vänta.

Hur det offentliga sparandet påverkar det privata och det totala sparandet är en återkommande fråga. Teoretiskt handlar det om i vilken utsträckning som hushållen är framåtblickande och tar hänsyn till framtida generationer. Mycket tyder dock på att ett ökat/minskat offentligt sparande inte fullt ut kompenseras av en motsvarande förändring av det privata sparandet, utan att svaga offentliga finanser riskerar leda till höga realräntor. Å andra sidan kan vi av samma anledning förvänta oss att kommande pensionsreformer har positiva effekter på det totala sparandet. Detta är också vad Börsch-Supan (ibid.) finner för Tyskland vid en genomgripande reform av pensionsystemet. Simuleringsresultaten indikerar att ungefär två tredjedelar av ett ökat sparande inom ramen för det offentliga ålderspensionssystemet utgörs av ett positivt nettosparande i ekonomin som helhet.

Hur stora blir effekterna?

Effekterna av demografiska chocker på kapitalavkastningen och tillgångspriserna kan antingen simuleras i makromodeller eller beräknas med hjälp av ekonomiska tidserieskattningar.

Brooks (2002a) och Yoo (1997), analyserar effekterna av befolkningsutvecklingen på avkastningen på tillgångar för den amerikanska ekonomin.⁷ Brooks använder sig av en modell med fyra generationer: barn, unga arbetare med försörjningsansvar, gamla arbetare utan försörjningsansvar och pensionärer. Varje grupp lever i 20 år. Pensionärerna antas inte lämna något i arv.

Unga och gamla arbetare maximerar sin livsnytta som bestäms av en nyttofunktion med konstant relativ riskaversion. De kan spara antingen i aktier eller i obli-

gationer. Unga arbetare sparar en mindre del av inkomsten än äldre arbetare eftersom man har barn att sörja för, men till skillnad ifrån de äldre arbetarna, så sparar man främst i aktier. De äldre arbetarna köper obligationer av de yngre arbetarna och håller en mycket liten del aktier. Trots antagandet om konstant relativ riskaversion agerar aktörerna som om riskaversionen tilltar med stigande ålder, något som följer av skillnaderna i avkastning och risk för de bägge tillgångarna och skillnaden i tidshorisont för yngre och äldre arbetare. Äldre arbetare minimerar konsumtionsrisken genom att hålla en stor andel obligationer. Yngre arbetare är mindre beroende av kapitalinkomsten än äldre eftersom de har ytterligare en period med löneinkomst framför sig, innan de pensioneras. Modellen kalibreras på amerikanska data och löses under antagande om rationella, framåtblickande förväntningar.

Brooks simuleringar

Brooks simulerar effekterna av en ökad fruktsamhet liknande den amerikanska efter andra världskriget, med en särskilt hög fruktsamhet mellan 1950 och 1970. Andelen barn av befolkningen når sitt maximum 1960, medan andelen unga och gamla arbetare är som störst 1980, respektive 2000. Pensionärerna är 2020 den största gruppen. Simuleringen ger vid handen att avkastningen på tillgångar ökar mellan 1960 och 2000, för att därefter falla fram till 2020, då avkastningen är som lägst. Skillnaden i realavkastning är ungefär 0,8 procentenheter mellan toppen 2000 och botten 2020. Avkastningen är högre än genomsnittligt mellan 1970 och 2010 och lägre än genomsnittligt mellan 2010 och 2030.

Det som initialt driver resultaten är den nedgång i sparandet som följer av de stigande födelsetalen och den ökade försörjningsbörda som detta innebär för unga arbetare. Minskningen i sparandet leder till att kapitalintensiteten i ekonomin sjunker och till att avkastningen på kapital ökar. Kapitalintensiteten fortsätter att falla i takt med att barnen blir stora och blir en del av arbetskraften. Både minskningen i sparandet och ökningen i arbetskraften bidrar till att göra kapital till en successivt allt mer knapp resurs. Detta pågår mellan 1960 och 2000, då kapitalavkastningen är som högst. När den stora "baby-boom"-generationen med början 2000 blir äldre arbetare, stiger sparandet i ekonomin och tillgången på kapital blir mindre knapp än tidigare och kapitalavkastningen minskar. Avkastningen är som lägst 2020 då "baby-boom"-generationen börjar gå i pension. Pensionärerna sparar inte, utan tär på sitt sparkapital, något som leder till att kapitalintensiteten successivt minskar i ekonomin och av-

⁶ Dang T, P Antolin och H Oxley, "Fiscal Implications of Ageing: Projections of Age-Related Spending", OECD Economics Department WP 305.

⁷ Brooks, R (2002a), "Asset Market Effects of the Baby Boom and Social-Security Reform.", AER P&P s 402-406. Yoo P (1997), "Population Growth and Asset Prices", Federal Reserve Bank of St. Louis WP 97-016A.

kastningen på kapital återgår till normal nivå 2040 då alla grupper återigen är lika stora.

Riskpremien på aktier är svår att modellera. Totalt sett är riskpremien liten i modellen och förmår inte återspegla verkligheten. I en senare uppsats av Brooks (2002b) kan aktörerna inte låna fritt över livscykeln, och då återspeglar storleken på riskpremien i modellen vad vi kan notera historiskt.⁸ Modellen visar att riskpremien kan komma att öka flera procentenheter framöver i takt med att vi närmar oss 2020 då många går i pension och därför vill hålla obligationer i stället för riskfyllda aktier.

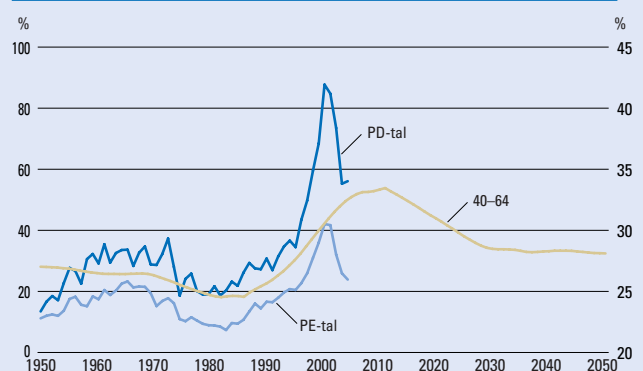
En intressant slutsats från Brooks analys är att förändringar av befolkningsammansättningen påverkar avkastningen på tillgångarna även då investeringarna är rationella och framåtblickande. Detta beror på att de reala produktionsförutsättningarna varierar över tiden och av att hushållen försöker hålla en någorlunda jämn konsumtionsnivå över tiden.

Yoos analys

Yoo (1997) väljer att analysera sambandet mellan befolkningsstruktur och tillgångspriser inom ramen för en överlappande generationsmodell (OLG). Förutom att tillgångspriserna varierar positivt med andelen individer som finns i åldersgrupperna med högt sparande, visar Yoo att de simulerade sambanden är känsliga för hur vi modellerar förväntningarna. Modellen löses både för statiska förväntningar och för perfekt framåtblickande förväntningar. Befolkningschocken har, vid statiska förväntningar, till en början liten påverkan på priset och först efter 1990 stiger tillgångspriset märkbart och effekten är som störst 2010. Vid perfekt framåtblickande förväntningar infinner sig den maximala effekten på priset däremot redan 2000. Det senare förefaller mest sannolikt. Befolkningsprognoser är i princip tillgängliga för alla och i kombination med framåtblickande förväntningar (om än inte perfekta) är det troligt att framtida demografi finns inbakad i dagens tillgångspriser.

Ekonometriska studier, av vilka det endast finns ett fåtal, är ett alternativt sätt att kvantifiera effekterna av demografiska förändringar på tillgångspriser och avkastning. Här väljer vi att referera resultaten från Poterba (2000), som på amerikanska data för perioden 1926–1999 analyserar sambandet mellan den reala avkastningen på finansiella tillgångar och olika mått på demografin. Sett till perioden i sin helhet så finns det ett signifikant negativt samband mellan demografi, mätt som andelen av befolkningen mellan 40 och 64 år, och den reala avkastningen på statsskuldväxlar och obligationer. Det beräknade sambandet är dock osannolikt starkt och innebär om det vore sant att befolkningsutvecklingen mellan 1975 och 2000 skulle ha sänkt realräntan med 9 procentenheter. Så starka negativa resultat är osannolika och är väsentligt starkare än vad både Brooks och Yoos simule-

USA: Nyckeltal och andelen sparare i befolkningen



ringsmodeller visar. Till skillnad mot avkastningen på obligationer så kan avkastningen på aktier inte enbart förklaras direkt med något av de olika demografiska måtten. Däremot finner Poterba ett samband mellan kvoten aktiepris och utdelning och flera av de demografiska måtten. I synnerhet tycks det som om andelen av befolkningen mellan 40 och 64 år är positivt korrelerad med aktiepriset (se figur ovan).

Generellt gäller att stabila samband mellan avkastningen på tillgångar och mått på demografin är svåra att finna. De demografiska variablerna varierar endast lite över tiden och det är statistiskt sett i allmänhet svårt att dra bestämda slutsatser.

Fallande avkastning på sikt

Slutsatserna i denna artikel bygger på att kapital är rörligt inom OECD, men inte mellan OECD och icke-OECD. Om sparatet i större utsträckning än vad vi sett hittills skulle komma att styras till emerging markets, så försvagar detta sambandet mellan demografi och tillgångspriser och kapitalavkastning inom OECD. Resultaten från både simuleringsmodeller och ekonometriska skattningar visar på ett samband mellan avkastningen/priset på tillgångar och den demografiska utvecklingen. I synnerhet tycks gälla att andelen av befolkningen som är i övre medelåldern har betydelse. Av befolkningsutvecklingen i den industrialiserade delen av världen att döma, med en fortsatt hög andel medelålders under det kommande decenniet, är risken därför inte överhängande för att tillgångspriserna ska falla markant och påtagligt minska avkastningen på kapital under de närmast kommande åren. Avkastningen på kapital förväntas dock falla successivt under de kommande ett till två decennierna. För en gradvis utveckling talar att demografin förändras endast långsamt och att hushållen blickar framåt då priset på tillgångar bestäms. Utvecklingen av de offentliga finanserna är däremot en riskfaktor för sparatet och tillgångspriserna, men i takt med att nödvändiga pensionsreformer kommer till stånd kan vi förvänta oss positiva effekter på sparatet och på tillgångspriserna.

⁸ Brooks, R (2002b), "The Equity Premium and the Baby Boom", IMF, Financial Studies Division.

Tema

Indirekta investeringar i onoterade aktier – så fungerar det i praktiken



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

Allt fler pensionsfonder världen över börjar upptäcka de möjligheter till god avkastning och riskspridning

som investeringar i onoterade aktier (Private Equity) innebär för en långsiktig investerare. Placeringsreglerna för de fyra buffertfonderna i det svenska pensionssystemet ger en möjlighet att investera indirekt i onoterade aktier genom fonder och riskkapitalbolag. AP3 är den av fonderna som var först ut med att bygga upp ett investeringsprogram inom Private Equity. I denna artikel beskriver Bengt Hellström hur Private Equity-investeringar fungerar i praktiken.

Med Private Equity avses investeringar i företag som inte handlas på en organiserad marknadsplats. Att dessa investeringar inte omedelbart går att köpa eller sälja på en marknad innebär att de är lämpliga investeringsobjekt för långsiktiga investerare som AP3. Private Equity-investeringar innebär att man måste vara beredd att vänta tio år eller längre för att tillgodoräkna sig den fulla avkastningen på en investering.

För AP3 är investeringar i Private Equity ett led i strategin att uppnå en god riskspridning genom att placera i en mängd olika typer av tillgångar, i Sverige och internationellt. Dessa investeringar kan även väntas ge en minst lika bra långsiktig avkastning som investeringar i noterade aktier och bör därför kunna bidra positivt till den riskjusterade avkastningen på totalportföljen. Men risken i en enskild investering är mycket hög, vilket gör det viktigt att sprida risken genom att sätta ihop en portfölj av placeringar i olika branscher, regioner och investeringstyper.

Typer av investeringar

De tre typer av Private Equity som AP3 investerar i är:

- *Venture Capital* – investering som genomförs i ett tidigt skede av ett företags utveckling, där det kapital som tillförs ofta används för produktutveckling.
- *Expansionskapital* – investering i ett etablerat företag för att tillföra det kapital som krävs för att företaget exempelvis ska kunna etablera sig på nya geografiska marknader eller expandera sin produktion och försäljning.
- *Buyout* – investering i ett relativt moget företag. Detta innebär oftast att aktiemajoriteten i företaget förvärvas, till exempel vid utköp av företaget från dess tidigare ägare. Normalt genomförs betydande förändringar i företaget, som exempelvis utveckling av en ny affärsplan, i samband med förvärvet.

Investeringsalternativ

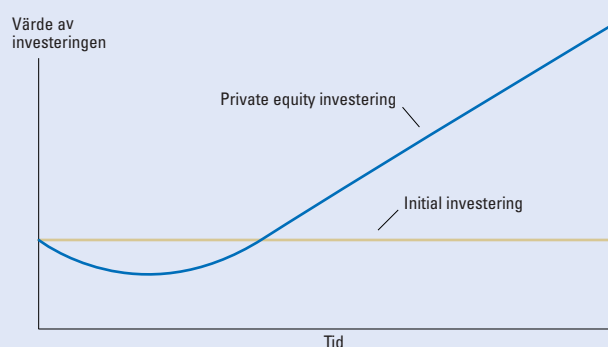
AP3 investerar i onoterade aktier, private equity, via fonder som oftast är organiserade som kommanditbolag (limited partnerships), med förvaltaren som komplementär. Avtalstiden ligger normalt på omkring tio år. I princip fungerar förvaltaren som en förmedlare av kapital mellan investerare med kapital att investera och det företag som söker kapital. Förvaltaren är ansvarig för de investeringsbeslut som fattas och är också den som fyller ägarrollen i relation till portföljförretagen. Förvaltaren är oftast specialiserad i ett eller flera av följande avseenden:

- Bransch eller ekonomisk sektor, till exempel tillverkningsindustri, konsumentprodukter, finansiella tjänster, bioteknik, telekommunikationer, etc.
- Typ av investering, till exempel venture capital, expansionskapital eller buyout.
- Storlek på transaktionen.
- Geografisk region, till exempel Norden, Europa, USA eller Asien.

Private Equity-investeringar och "J-kurveffekten"

Under de första åren visar i allmänhet en Private Equity-fond låg eller negativ avkastning. De mer betydande värdeökningarna realiserar normalt sett först under fondens senare verksamhetsår i takt med att portföljbolagen mognar och, med hjälp av förvaltarens arbete, ökar i värde. Denna tidsprofil för en Private Equity-fonds avkastning brukar kallas "J-kurveffekten" (se diagrammet nedan).

Avkastning från private equity fonder följer en J-kurva



De första årens negativa avkastning på investeringar i private equity-fonder är en följd av flera faktorer. En av de viktigaste är den årliga förvaltningsavgiften som står i proportion till det belopp som investeraren åtagit sig att investera. Dessutom är det så att investeringar som inte utvecklas planenligt ofta identifieras tidigt och då skrivs av. Det kan också ta ett flertal år innan resultatet av förvaltarens arbete med aktiv ägarstyrning börjar återspeglas i värderingen av portföljbolagen. Med tiden, vartefter portföljbolagen utvecklas positivt, blir

en värdering som är högre än anskaffningskostnaden motiverad, vilket resulterar i en orealiserad värdeökning. Under de avslutande åren av fondens verksamhetstid bekräftas sedan dessa högre värderingar genom partiella eller totala försäljningar av portföljbolag, vilket resulterar i återbetalningar till investerarna. Eftersom en Private Equity-fond gör investeringar i olika bolag vid olika tidpunkter, kan avkastningsprofilen på en fond bäst beskrivas som summan av ett antal "J-kurvor".

Värdering och avkastningsmätning

Under det första året efter en investering värderas den normalt sett till investeringskostnaden. Vartefter tiden går, ökar värdet på en private equity-fond genom exempelvis omvärdering av portföljbolag, marknadsnotering eller försäljning av bolag. Med tiden utgör således återbetalningar till investerarna en ökad andel av fondens värde.

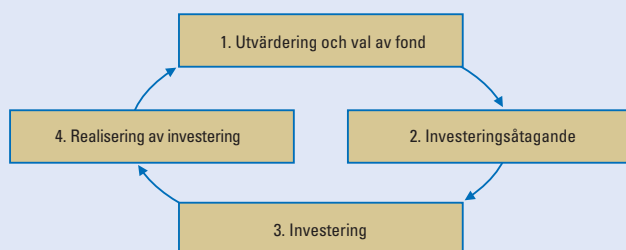
Det vanligast förekommande sättet att mäta avkastningen på en private equity investering är "IRR" ("Internal Rate of Return", internränta). IRR definieras som den implicita diskonteringsfaktorn för en framtida ström av kassaflöden som ger ett nuvärde på noll. Beräkningen av IRR tar således hänsyn till tidsaspekten avseende det kapital som tillförs till, respektive distribueras från, en Private Equity-fond samt innehavstiden för en specifik investering.

En annat vanligt förekommande sätt att mäta avkastningen är "investeringsmultipeln". Detta mått mäter det belopp som erhållits från en fond plus det värde som åsätts fondens återstående investeringar dividerat med det kapital som tillskjutits till fonden.

Som framgår av det ovannämnda är det först under den senare delen av en private equity fonds livstid som någorlunda rättvisande beräkningar av IRR eller investeringsmultiplar kan göras.

Investeringsprocess

Den investeringsprocess som AP3 använder vid investeringar i private equity kan beskrivas i form av en cirkel i enlighet med bilden nedan:



1. *Utvärdering och val av fond.* De investeringsmöjligheter som bedöms vara intressanta utvärderas genom en noggrann "due diligence"-process. Om utvärderingen talar för en investering i fonden görs en investeringsrekommendation till den investeringskommitté som AP3 har avseende private equity investeringar.

2. *Investeringsåtagande.* Formellt beslut fattas avseende investeringsåtagande till en fond, vars förvaltare även drar in kapital från andra investerare.

3. *Investering.* I takt med att förvaltaren finner lämpliga investeringsobjekt investerar AP3 det kapital som utgör investeringsåtagandet till fonden.

4. *Realisering av investeringen.* I takt med att förvaltaren utvecklat de företag som förvärvats, uppkommer möjligheter för fonden att sälja dessa företag. Vid dessa försäljningar distribueras likvida medel från fonden. Efter att investerat kapital, plus viss ytterligare avkastning, distribuerats till investerarna sker en vinstdelning mellan investerarna och förvaltaren.

AP3s allokering och strategi

AP3s målsättning avseende allokeringen till private equity är att ingå investeringsåtaganden motsvarande cirka 5 procent av de totala tillgångarna. I realiteten innebär detta att den maximala exponeringen mot private equity i normalfallet motsvarar 3–3,5 procent av de totala tillgångarna. Tanken är att denna exponering ska diversifieras med avseende på geografiskt område (Norden, övriga Europa samt övriga världen – i praktiken USA), typ av investering (buyout respektive venture capital) samt det år då investeringsåtagandet ingås ("vintage year").

Den geografiska diversifieringen motsvarar i princip den fördelning på olika geografiska områden som gäller för aktieandelen i AP3s referensportfölj. Vad gäller fördelningen avseende typ av investering, är tanken att denna ska baseras på storleken på de belopp som, sett över en längre tidsperiod, i genomsnitt tillförs respektive område. Denna fördelning bedöms vara cirka 2/3 buyout och 1/3 venture capital.

De investeringsätt som AP3 tillämpar inom respektive geografisk region, ser ut enligt följande:

<i>Norden</i>	Direkt i fonder – Venture capital och buyouts
<i>Europa</i>	Direkt i fonder – Pan-europeiska buyout-fonder Fund-of-funds – Landspecifika buyout-fonder samt venture capital
<i>Övriga världen</i>	Direkt i fonder – Större buyout-fonder Fund-of-funds – Mindre- och medelstora buyout-fonder samt venture capital

Styrelse



Från vänster:

Karin Kronstam

Styrelseledamot i GF Konsult, Lernia, Proliva, Svolder, och TurnIT. Ordförande i Teknikbrostiftelsen i Göteborgs placerings- och investeringskommittéer samt Corporate Governance i Sverige AB. Tidigare VD i Samhall Gotia.

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 Carnegie Investment Bank AB, Exact Fonder AB, Proact IT Group, Utfors och VPC. Styrelseordförande i BTS Group. Tidigare vice VD, CFO och stf koncernchef i Postkoncernen samt vice VD i OM-Gruppen

Dan Andersson

Chefekonom LO och styrelseledamot i AMF-Pension. Ordförande i Fackföreningsrörelsens institut för ekonomisk forskning (FIEF). Tidigare statssekreterare vid Näringsdepartementet.

Christina Liffner

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

Claes de Neergaard, ordförande

Styrelseordförande i Nordiska Investeringsbanken och i GuarantCo Ltd. Förste vice ordförande i Exportkreditnämnden. Styrelseledamot i Access Capital Partners SA, Emerging Africa Infrastructure Fund, Kaupthing Bank Sverige AB och Svensk Exportkredit. Tidigare bland annat vVD i Europeiska Investeringsbanken och Exekutivdirektör i Europeiska Utvecklingsbanken (EBRD).

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).

Medarbetare

Här presenteras fondens samtliga 45 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

vVD: Niklas Ekvall

Compliance Officer
Mikael Sedolin
Joakim Strid

Informationschef
Pernilla Klein

Kvantitativ analys
Chef:
Erik Valtonen

Chefekonom
Bengt Hansson

Ledning



Tomas Nicolin
VD
25 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
13 år i finansbranschen
AP3 från april 1999
Tidigare: Handelsbanken



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



Joakim Strid
Compliance Officer
8 år i finansbranschen
AP3 från maj 2003
Tidigare: Middle Office-chef och
Compliance Officer på Nordea
Securities



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

Administration, ekonomi



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



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



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



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



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



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



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



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

Administration, ekonomi / Forts



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



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



Erika Westlund
reception och information
2 år inom administration och ekonomi
AP3 från februari 2003

Ränte- och valutaförvaltning



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



Jerk Matero
portföljförvaltare
kvantitativ analytiker
tekn dr i matematik
7 år i finansbranschen
AP3 från februari 2002
Tidigare: Öhman Fondkommission



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



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



Magnus Eriksson, AFA, CEFA
aktiechef
aktieförvaltning, ägarfrågor
22 år i finansbranschen
AP3 från augusti 1999
Tidigare: Catella Kapitalförvaltning,
aktiechef/vice VD Aragon
Fondkommission

Aktieförvaltning



Urban Eriksson
portföljförvaltare
exekvering aktier, derivat,
driftshantering
18 år i finansbranschen
AP3 från augusti 1999
Tidigare: chef aktiehandel Robur
Kapitalförvaltning, Sparbankernas
Bank



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



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



Björn Kvarnskog
portföljförvaltare Sverige och Europa
sektorstrategi
17 år i finansbranschen
AP3 från september 1999
Tidigare: Alfred Berg
Kapitalförvaltning, aktiechef
Handelsbanken Liv

Kvantitativ analys



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



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



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



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



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



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



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



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



Mats Andersson
portföljförvaltare Sverige
bank och finans, ägarfrågor
21 år i finansbranschen
AP3 från december 2002
Tidigare: chef för
Stockholmskontoret Deutsche
Bank, SG Warburg



Axel Brändström, cfa
portföljförvaltare Sverige och Europa
sektorförvaltare IT
9 år i finansbranschen
AP3 från januari 1999
Tidigare: SHB Kapitalförvaltning



Per Colleen
portföljförvaltare Sverige
sektorförvaltare verkstads-,
fordons- och basindustri,
medicinsk teknik
8 år i finansbranschen
AP3 från maj 1999
Tidigare: Aros Fondkommission,
H. Lundén Fondkommission



Sofie Emilsson Nilvall
portföljförvaltare Europa
sektorförvaltare läkemedel och
medicinsk teknik samt kemi
8 år i finansbranschen
AP3 från september 2001
Tidigare: Alfred Berg
Fondkommission, Danske
Securities

Extern förvaltning



Ulrika Slåne Sens, AFA, CEFA
portföljförvaltare Europa
sektorförvaltare läkemedel och
medicinsk teknik
15 år i finansbranschen
AP3 från februari 1999
Tidigare: analyschef Aros Fond-
kommission, Enskilda Securities,
Carnegie



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



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



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



Gunnar Dahlfors
kvantitativ analytiker
riskbudgetering
ekonomie dr i finansiell ekonomi
10 år i finansbranschen
AP3 från februari 2003
Tidigare: chef risk management,
DnB kapitalförvaltning/Skandia
kapitalförvaltning, Handelsbanken
Markets Financial Research



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



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



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

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.

Beta

Känsligheten för allmänna marknadsrörelser på aktiemarknaden för en portfölj eller en enskild aktie. En aktie med Beta >1 stiger mer än marknaden när börsen stiger. En aktie med Beta =1 rör sig lika mycket som marknaden i stort.

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.

Global Compact

På World Economic Forum i Davos 1999 uppmanade FNs generalsekreterare, Kofi Annan, näringslivet att ta globalt ansvar. Han lanserade "The Global Compact", som innefattar mänskliga rättigheter, arbetsrättsliga frågor och miljöskydd. Global Compact baseras på OECDs riktlinjer för multinationella företag, ILO-konventionerna och FNs förklaring om de mänskliga rättigheterna.

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.

Private Equity

Onoterade aktier.

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 övervikta respektive undervikta 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 & Jörgen Carlsson Edita
Communication. *Foto:* Elisabeth Ohlson.
Tryck: Edita Västra Aros, Västerås 2004.



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