



Fjärde AP-fonden – Fakta

Bildande

Fjärde AP-fonden tillkom år 1974.

Mål för placeringsverksamheten

Fjärde AP-fonden är en oberoende statlig myndighet som skall förvalta fondmedel på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Den totala risknivån i fondens placeringar skall vara låg. Fondmedlen skall, vid vald risknivå, placeras så att långsiktigt hög avkastning uppnås.

Styrelse

Fjärde AP-fondens styrelse, som utses av regeringen, består av nio ordinarie ledamöter utan suppleanter.

Placeringsregler

Placeringsreglerna som har fastställts av riksdagen och är gemensamma för 1-4 AP-fonderna, trädde i kraft den 1 januari år 2001 och innebär bl.a. följande:

- Placeringar får ske i alla förekommande instrument på kapitalmarknaden som är marknadsnoterade och omsättningsbara.
- Minst 30 % av fondens tillgångar skall placeras i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk.
- Efter en successiv upptrappning med 5 procentenheter per år, från 15 % år 2001, får högst 40 % av tillgångarna exponeras för valutarisk.
- Högst 10 % av fondens tillgångar får exponeras mot en emittent eller grupp av emittenter med inbördes anknytning.
- Aktier i börsnoterade svenska bolag får högst motsvara 2 % av det samlade börsvärdet.
- Fonden får äga högst 10 % av rösterna i ett enskilt börsnoterat företag.
- Maximalt 5 % av fondens tillgångar får placeras i onoterade värdepapper. Sådana investeringar måste ske indirekt via riskkapitalföretag eller liknande.
- Minst 10 % av fondens tillgångar skall förvaltas av utomstående förvaltare.

Information

För ytterligare information hänvisas till fondens hemsida, www.ap4.se, som bl.a. innehåller:

- Fjärde AP-fondens årsredovisningar jämte halvårsrapporter för de senaste verksamhetsåren
- Fjärde AP-fondens offentliga grunddokument, bl.a. Ägarpolicy
- Presentation av de nya AP-fonderna
- Fjärde AP-fondens ALM-analys år 2003

Speciell information:

- Ombildningen av pensionsfonderna i Sverige år 2000, se Årsredovisningen för år 2000.

Årsredovisningar och rapporter kan också beställas från Fjärde AP-fonden.

Innehåll

2003 i sammandrag	3
VD-kommentar	4
ALM-analys	6
Ägarfrågor i praktiken	11
Ägarfrågor under år 2003	16
Förvaltningsprocessen	17
Ekonomisk översikt	20
Förvaltningsberättelse	24
Portföljöversikt	30
Resultaträkning	32
Balansräkning	33
Redovisnings- och värderingsprinciper	34
Noter till resultat- och balansräkning	35
Revisionsberättelse	39
Specifikation av aktier och andelar	40
Styrelse och revisorer	46
Organisation och ledningsgrupp	47
Definitioner	48

2003 i sammandrag

- Det marknadsvärderade resultatet uppgick till 19,3 (-23,0) mdkr.
- Fondkapitalet, mätt till marknadsvärde och efter tillägg för överföringar, har under året ökat från 113,6 mdkr till 135,5 mdkr. Fondkapitalets förändring består av årets resultat, nettobetalningar från pensionssystemet med 2,1 mdkr samt överföringar från de särskilda förvaltningarna med 0,4 mdkr.
- Totalavkastningen under år 2003 på placeringstillgångarna uppgick till 17,0 %, vilket skall jämföras med 18,0 % för jämförelseindex.
- Avkastningen för den svenska aktieportföljen uppgick till 32,9 %, vilket var 1,3 procentenheter sämre än referensindex.
- Den globala aktieportföljens avkastning uppgick till 9,2 % jämfört med 10,2 % för referensindex.
- Ränteförvaltningen avkastade 4,8 %, vilket var 0,5 procentenheter bättre än referensindex.
- En ny fullständig ALM-analys har planenligt genomförts under året i syfte att ompröva placeringsstrategin, vilket har resulterat i en förändrad strategisk portfölj.



VD-kommentar

Fjärde AP-fonden har nu verkat i 30 år, varav de tre senaste åren inom ramen för det nya ålderspensions-systemet. Under verksamhetsåret 2003 ökade fondkapitalet från 113,6 mdkr till 135,5 mdkr, mätt till marknadsvärde och efter nettobetalingar mot pensionsystemet och överföringar från de särskilda förvaltningarna på totalt 2,6 mdkr. Härmed redovisas ett resultat på 19,3 mdkr inklusive orealiserade värdeförändringar. Totalavkastningen på fondens placeringstillgångar uppgick till 17,0 % jämfört med 18,0 % för fondens jämförelseindex.

En första iakttagelse är att fondkapitalet till marknadsvärde för första gången i ett bokslut överstiger det fondkapital som fonden tilldelades vid ombildningen av pensions-systemet årsskiftet 2000/2001. Det är naturligtvis uppmunrande, men man måste ödmjukt konstatera att återhämtningen ändå i grova tal bara motsvarar en dryg tredjedel av den kapitalförlust som fonden gjort de två föregående åren om hänsyn tas till kapitaltillskott och utebliven kalkylränta på kapitalet. Det riktigt glädjande är att pensionsystemet premierar långsiktiga placeringsstrategier. Fonderna köper aktier på fallande aktiekurser och har alltså en hög aktieandel redan när aktiemarknaderna vänder uppåt. När aktiemarknaderna, som i fjol, återhämtas snabbt och kraftigt har fonderna en bättre ställning än t.ex. livbolag som av konsolideringsskäl kan ha svårt att öka aktieandelen. Årets goda absolutavkastning återställde alltså en stor del av den kapitalförlust som de två föregående årens unika kursfall på världens börser förorsakat.

Vid en bedömning av årets relativa avkastning måste hänsyn tas till dels att fondens innehav i AP Fastigheter inte ingår i fondens jämförelseindex, dels att de påbörjade investeringarna i s.k. private equity ännu ej burit frukt. Då reduceras tappet i förhållande till index till några tiondelar. Årets stora glädjämne är den räntebärande förvaltningen som överträffat sitt index med en halv procentenhet, vilket måste anses som en mycket god prestation i det låga ränteläge som rådde under året. Ett par av fondens externa aktieförvaltare har också lyckats mycket väl. Den interna aktieförvaltningen har dock inte riktigt nått sina mål under året. Men i mina ögon är underavkastningen på aktiesidan mer ursäktlig än i vanliga fall. Fonden har prefererat större och finansiellt stabila företag, s.k. säkra kort, i sitt aktieurval. Det borde

ha varit en klok åtgärd efter tre års kursfall på aktiemarknaderna. Förtroendet brukar ju i regel ta lång tid att återuppbygga. Men börstrenden har varit den motsatta. På NASDAQ-börsen, som listar många företag i tidig utvecklingsfas med låg eller obefintlig vinstunderbyggnad, steg t.ex. alla aktier med en kurs under fem dollar med i genomsnitt 80 % under året. Och motsvarande tendens har registrerats i Sverige.

Årets viktigaste interna projekt för Fjärde AP-fonden har varit den helt nya ALM-analys som genomförts. Slutsatserna, i form av den nya placeringsstrategi som härletts, skiljer sig visserligen inte påtagligt från dem i föregående ALM-analys, men en ny mer fördjupad metodik har givit värdefulla insikter i pensionssystemets funktion. Analysen presenteras utförligt på annan plats i årsredovisningen. Här skall bara tillföras några personliga reflektioner.

Argumenten för en långsiktigt hög aktieandel har stärkts ytterligare. Det är inte bara aktiers högre förväntade avkastning som gynnar systemet utan aktiers högre volatilitet utgör också en värdefull egenskap. Den egenskapen är inte bara värdefull under ett år som i fjol när aktiemarknaderna återhämtar sig efter en längre period av nedgång utan också särskilt värdefull i framtiden eftersom pensionerna med hög grad av sannolikhet under korta perioder kommer att råka ut för s.k. automatisk balansering. Det vill säga att pensionerna under något år inte riktigt kommer att kunna räknas upp med den reala lönetillväxten. Aktiers högre volatilitet jämfört med andra tillgångsslag medför då att pensions-systemet snabbare återhämtar sig och kommer i balans igen. Detta argument styrker också motivbilden för den relativt höga andel svenska aktier som fonden valt, eftersom svenska aktier har en så väl högre förväntad avkastning som en högre volatilitet än t.ex. genomsnittet för MSCI World Index.

I fondens nya analys har även den historiska variationen i förvärvsfrekvensen byggts in i simuleringarna. En andra viktig iakttagelse är härvidlag att pensionssystemet är mer beroende av en hög förvärvsfrekvens, speciellt på kort sikt, än vad tidigare analyser visat. Resultatet beror givetvis på det faktum att 90 % av tillgångarna i pensionssystemet härrör från de avgifter som erläggs av den arbetande delen av befolkningen medan buffertfonderna bara svarar för en



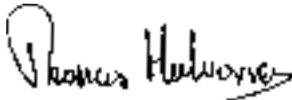
tiondel av tillgångarna. Systemets stabilitet gynnas av att fler arbetar mer och det är viktigt att inga djupa och långvariga hack i sysselsättningen inträffar. Därför tror jag att pensionerna, eftersom de berör stora väljargrupper, framöver kommer att bli ett viktigt element i den svenska ekonomiska debatten och kanske också ett inslag i kommande års lönediskussioner.

I en annan av temaartiklarna i denna årsredovisning beskrivs den utveckling som skett inom corporate governance under det senaste decenniet. Artikeln belyser utvecklingen ur fondens perspektiv, men vill också belysa hur alla de större svenska finansiella institutionerna successivt förkovrat sig under senare år. Men i den allmänna debatten har institutionerna tyvärr haft svårt att tala i egen sak och blivit beskyllda för att vara både ansiktslösa och ansvarslösa. Verkligheten är en helt annan. Representanter för institutionerna syns mångfald oftare i media i dag jämfört med för tio år sedan. Stora resurser satsas på ägarfrågor, speciellt nomineringsprocesserna inför bolagsstämmorna. Vad gäller bredden i engagemanget för ägarfrågor ligger troligen Sverige i toppen internationellt, vilket bådar gott inför framtiden. Man måste dock ödmjukt konstatera att finansiellt orienterade ägare – precis som andra ägare – inte alltid kan göra rätt. Något kan det kanske stämma till eftertanke att just långsiktiga industriella huvudaktieägare haft en avgörande roll i flera

av de mest uppmärksammade svenska företagsskandalerna de senaste åren.

En huvudpoäng i artikeln är att styrelsens roll med stor säkerhet kommer att stå än mer i fokus framöver. Sverige har en internationellt sett mycket bra aktiebolagslag och goda krafter utarbetar just nu en ”code of best conduct” som säkert kommer att ytterligare förstärka styrelsearbetet i svenska företag. Självt tror jag dessutom att åtminstone de institutioner som är uttalat långsiktiga skulle kunna utveckla ägarrollen ytterligare genom att – som Fjärde AP-fonden restriktivt – nominera tjänstemän eller andra närstående till styrelseuppdrag. Härigenom skulle ägandet tydliggöras och den enskilde ges en personlig utveckling med praktisk insikt i rollfördelningen ägare, styrelse och företagsledning.

Stockholm i februari 2004


Thomas Halvorsen

ALM-analys

Aktier gynnsamma för pensionssystemet

Fjärde AP-fonden har genomfört en ny ALM-analys under år 2003. ALM står för Asset-Liability Modelling. Fondens analys utgår från Sveriges pensionsskuld och syftet med analysen är att fastställa en långsiktig strategisk portfölj¹⁾ som på bästa möjliga sätt tryggar framtida pensionsutbetalningar.

Fonden har samarbetat med ORTEC, en nederländsk konsultfirma, och modellerat Sveriges pensionsskuld på årskullsnivå. Fonden har simulerat sambandet mellan pensionerna och olika ekonomiska variabler i tusentals olika framtids-scenarier. Det är nytt att simulera framtiden med både detaljerade pensionsdata och långa ekonomiska serier.

Årets ALM-projekt har lett fonden till några oväntade och viktiga slutsatser. Dessa slutsatser har självklart bäring på fondens strategiska portfölj, men även på pensionssystemet i sin helhet.

En första och glädjande slutsats är att det reformerade pensionssystemet är relativt robust förutsatt en normal utveckling av tillväxt och inflation. I genomsnitt kommer pensionerna att växa ungefär som genomsnittslönen trots de stora påfrestningarna under åren 2010-2045.

En mindre glädjande slutsats är att pensionerna med hög sannolikhet kommer att justeras ned något (s.k. balansering) ett antal gånger fram till år 2045 – men just denna balanseringsmekanism gör att systemet stabiliserar sig.

En tredje slutsats är att svängningar i förvärvsfrekvensen²⁾ har avgörande betydelse för om pensionerna kommer att växa i takt med den reala lönetillväxten. AP-fondernas val av tillgångar har mindre betydelse för systemets stabilitet utom vid mycket negativa ekonomiska scenarier.

Det finns skäl varför förvärvsfrekvensen avgör pensionernas tillväxt. "Livbolaget Sverige" består av upparbetade pensions-

förpliktelser som skall betalas medelst två tillgångar: dels pensionsavgifter som betalas löpande av dem som arbetar dels AP-fondernas placeringstillgångar. Pensionsavgifterna motsvarar 90% av tillgångarna i "Livbolaget Sverige" och deras värdeutveckling följer löneinflationen. Om förvärvsfrekvensen faller har det nio gånger så stor effekt på systemet som ett motsvarande fall i värdet av AP-fondernas placeringstillgångar. Fondernas tillgångar utgör endast ca 8% av tillgångarna i pensionssystemet. (Se diagram, Pensionssystemets finansiella ställning, s. 17).

Mot denna bakgrund är det inte förvånande att Fjärde AP-fondens färskas ALM-analys förespråkar en fortsatt hög aktieandel, ca 60%. Detta resultat har ett direkt samband med antagandet att avkastningen på aktier i genomsnitt kommer att ligga 2,5 procentenheter över avkastningen på obligationer. Det är också en logisk följd av att systemet i övrigt finansieras till 90% med pensionsavgifter, vars avkastning liknar en realränteobligation, dvs. följer inflationen.

Mer överraskande var upptäckten att aktiemarknadens volatilitet kan bidra positivt till pensionssystemet. Aktievolatilitet betraktas annars som en negativ riskfaktor. I "Livbolaget Sverige" ger AP-fondernas aktieplaceringar möjlighet för pensionssystemet att återställas relativt snabbt om förvärvsfrekvensen minskar kraftigt under ett flertal år. Det är aktiemarknadernas större svängningar och låg eller negativ samvariation med förvärvsfrekvens som medför denna gynnsamma effekt på pensionssystemet.

Mål och riskfaktor

För att bestämma en långsiktig placeringsstrategi behövs beslutskriterier i form av mål som skall uppnås till en viss, begränsad risknivå. I den nya ALM-analysen har fonden beslutat att såväl målet

¹⁾ Analysen antar att alla AP-fonder investerar på samma sätt.

²⁾ Förvärvsfrekvens definieras som andelen personer mellan 16-64 år som har en inkomst per kalenderår som överstiger ett basbelopp.

som risken skall definieras i termer av utgående pensioner.

Pensionerna bör följa genomsnittslönerna. När ”Livbolaget Sveriges” tillgångar minskar för mycket, justeras pensionerna ned genom s.k. balansering. Vid balansering kommer pensionerna att växa långsammare än genomsnittslönen. Analysen har mätt pensionsskuldens framtida tillväxt utan balansering och jämfört utfallet med pensionsskuldens framtida tillväxt med sannolika balanseringar. Modellen skattar den förväntade, dvs. den genomsnittliga, balanseringseffekten som uppstår i 2 500 framtida scenarier. Skillnaden mellan pensionskulden med balansering och utan balansering kallas för skuldgap, eller på engelska, liability gap.

Målet är att den genomsnittliga balanseringseffekten skall vara lika med noll. Fjärde AP-fondens strategiska portfölj skall sättas samman så att den minimerar den förväntade balanseringen av framtida pensioner.

Den allvarligaste framtida risken i pensionssystemet är att balanseringen blir kraftig på grund av att den svenska ekonomin utvecklas mycket negativt. Därför har fonden studerat de allra sämsta scenarierna för att analysera hur den strategiska portföljens sammansättning påverkar balanseringen under extrema omständigheter. Mättet som ger uttryck för detta kallas 1% Liability – at – Risk, vilket betyder den genomsnittliga balanseringseffekten i de 1% sämsta ekonomiska scenarierna.

Förvärvsfrekvens: största riskfaktorn

I likhet med Fjärde AP-fondens föregående ALM-analys har avkastningstal för olika tillgångsslag, inflation och reallöner tillåtits variera slumpmässigt i analysen. En nyhet i årets ALM-analys är att simuleringar av framtida scenarier även innefattar en slumpmässigt varierande (sto-

Mål och riskfaktor för val av strategisk portfölj

Mål	Skuldgap Median Liability Gap	Den förväntade balanseringseffekten på utgående pensioner skall vara så nära noll som möjligt.	Är noll när systemet är i jämvikt, negativa tal uttrycker en nedjustering av pensionerna, uttryckt som % i genomsnitt.
Risk	Liability at risk	Den förväntade balanseringseffekten på utgående pensioner i de 1 % sämsta scenarierna.	Negativa tal som uttrycks i % och visar den genomsnittliga procentuella nedjusteringen av pensionerna för de 1 % sämsta scenarierna.

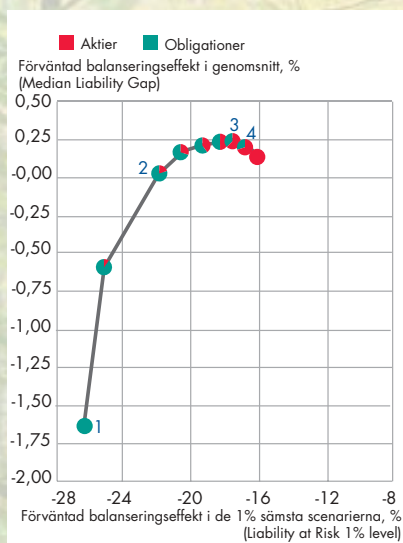
kastisk) förvärvsfrekvens. Simuleringarna baseras på 32 års historiska data från år 1970 och framåt.

Fondens simuleringar visar tydligt att förvärvsfrekvensen har en mycket stor inverkan på pensionssystemets ställning under de närmaste 40 åren. Analysen visar även att små förändringar av förvärvsfrekvensen får ett kraftigt genomslag på pensionernas reala utveckling. Känslighetsanalyser över demografiska variabler visar att låg nativitet har inverkan först efter år 2030 och ökande medellivslängd får betydande genomslag först efter år 2050.

Förväntade avkastningar och riskpremier

Avkastning, %	Premier, %	Avkastning, %
Realränta 2,75	+ Förväntad inflation + 2,25	= Realränteobligationer = 5,00
Realränteobligationer 5,00	+ Inflationriskpremie + 0,25	= Nominella obligationer = 5,25
Nominella obligationer 5,25	- Löptidspremie - 1,50	= Statsskuldväxlar = 3,75
Nominella obligationer 5,25	+ Kreditriskpremie + 0,50	= Kreditobligationer = 5,75
Nominella obligationer 5,25	+ Aktieriskpremie + 2,50	= Aktier = 7,75

Mål och riskfaktorer (40 år)



Utfall för 40 års horisont

Diagram "kula"	Andel aktier %	Förväntad balansering 40 år, %	Förväntad balansering för de 1% sämsta scenarierna 40 år, %
1	0,0	-1,65	-26,5
2	20,0	0,00	-22,5
3	62,5	+0,25	-17,0
4	70,0	+0,21	-16,6

Makroekonomiska antaganden

Som underlag för bedömningen om framtida avkastning och risk studerade fonden olika tillgängliga källor i form av akademiska studier, motparters analyser och statistik över historisk avkastning. Analysen av skillnaden i förväntad avkastning på aktier och obligationer bygger på tre olika angreppssätt: ex-ante-modeller för förväntad utdelningstillväxt, ex-post-analyser av historisk avkastning samt enkätundersökningar. Antagandena om förväntad avkastning på tillgångsslag sammanfattas i tabell, Förväntade avkastningar och riskpremier (på föregående sida).

Tillväxten i den reala genomsnittliga pensionsgrundande inkomsten bedömdes uppgå till 1,7% per år, vilket ligger i linje med Riksförsäkringsverkets framskrivningar.

Hög aktieandel ger högre pensioner

I simuleringar testades olika andelar aktier och obligationer. Enligt "Lagen om AP-fonder" får andelen obligationer inte understiga 30% i portföljen, men som jämförelse testades även en aktieportfölj med 100% aktier.

För fondens placeringshorisont på 40 år visar det sig att portföljer med mer än 20% aktier klarar målet om att undvika automatisk balansering i hälften av utfallen. I de allra sämsta scenarierna för-

sämras emellertid pensionerna kraftigt då aktieandelen faller under 70%. Se diagram Mål och riskfaktorer (40 år). Nedanstående tabell sammanfattar diagrammet i siffror.

Det kan tyckas överraskande att en hög aktieandel betyder lägre risk. Hög förväntad avkastning och volatilitet är dock pensionssystemets enda chans till återhämtning efter en balansering till följd av t.ex. fallande förvärvsfrekvens. I motsats till de regleringar som styr livbolagen, bibehåller AP-fonderna sin aktieandel under kraftigt fallande eller kraftigt stigande marknader, vilket gör att fonderna köper aktier allt efter de faller i pris respektive säljer aktier när de stiger i pris.

Fonden testade i ALM-analysen en fem-årig placeringshorisont med hypotesen att kortsiktiga svängningar i tillgångsmarknader av den typ som rått under de senaste åren skulle påverka pensionsutfallet. Portföljer med 62,5% aktieandel eller mer gav mindre balanseringseffekter till en oförändrad eller lägre risk än portföljer med mindre aktieandel. Slutsatsen håller alltså på både lång och kort sikt.

Fonden har studerat inverkan av realränteobligationer som skydd för pensionsvärdet. Realränteobligationer har en negativ inverkan i det längre perspektivet eftersom den förväntade avkastningen understiger avkastningen på nominella obligationer.

Vidare testades olika valutastrategier i simuleringarna. Dels testades den totala andelen valutaexponering, dels olika valutasammansättningar. Analysen visar att valutastrategin har begränsad betydelse för såväl det kortare som det längre perspektivet. Det konstaterades dock att fondens nuvarande valutastrategi, med en valutasammansättning som är baserad på importens andel av svensk konsumtion, har lika bra egenskaper som de andra strategier som testades.

Begränsad diversifieringseffekt

En separat analys gjordes för att studera hur portföljen påverkas av diversifiering till t.ex. tillväxtmarknader, högförräntande obligationer, onoterade aktier och hedgefonder. Analysen visar att det finns ett begränsat mervärde av att diversifiera portföljen mer än i dagsläget. Analysen visar att en hög förväntad avkastning är av primär betydelse för systemet. Fonden skulle således välja nya tillgångslag till den strategiska portföljen endast om fonden bedömer att tillgången ger en betydande överavkastning jämfört med vanliga aktier under 40 år och att tillgången kan utgöra en signifikant andel av den strategiska portföljen, exempelvis 2% eller större.

Hög andel svenska aktier motiverad

Det finns flera skäl till en högre andel svenska aktier än vad som motsvarar den svenska aktiemarknadens andel av världens aktiemarknader. Fonden torde ha ett informationsövertag i analys av svenska aktier som borde kunna generera meravkastning i förhållande till index på lång sikt. Vidare behöver svenska aktier inte valutasäkras, vilket bidrar till en lägre förvaltningskostnad. Förvaltning av globala aktier är dessutom dyrare av andra orsaker, som t.ex. extra kostnader för externa förvaltare och allmänt högre transaktionskostnader.

Slutligen är fonden genom sin storlek på den svenska aktiemarknaden aktiv inom ägarstyrning. En framgångsrik ägarstyrning torde öka chansen till meravkastning på svenska aktier. Det bör även framhållas att den svenska aktiemarknaden genom sin högre marknadsrisk bör ha en högre förväntad avkastning än globala aktier.

Ränteportföljen kan koncentreras

Baserat på en kvalitativ analys har fonden beslutat att fortsätta placera en rela-

tivt stor andel av portföljen i svenska obligationer. När det gäller valutasäkrade utländska obligationer visade den kvantitativa analysen att diversifiering till utländska obligationer har ett marginellt mervärde för avkastningen och kostar mer på grund av valutasäkring. Fördelningen på övriga valutor (USD, EUR och GBP) har valts med hänsyn till likviditetspremium och för att minska koncentrationen i kreditrisker. Japanska obligationer, som t.o.m. år 2003 utgjorde 10% av obligationsportföljen, bedömdes ha en begränsad potential och uteslöts därför ur den strategiska portföljen.

Fonden gjorde antagandet att kreditobligationer uppvisar en högre avkastning än statsobligationer. Den högre avkastningen antas motsvara ett premium för kreditrisk och sämre likviditet. Därför bedömdes en hög andel kreditobligationer på 15% vara motiverad i den strategiska portföljen.

Fastigheter

I den strategiska portföljen som fastställdes år 2000 ingick inte fastigheter, eftersom fastighetsbeståndet inte bedömdes medföra en förbättrad riskjusterad avkastning. Denna slutsats kvarstår i ALM 2003. Det faktiska portföljinnehavet i AP Fastigheter uppgår dock till drygt 2% av den totala portföljen. För att den strategiska portföljen bättre skall avspegla de tillgångar som fonden de facto placerar i har fonden beslutat att fastigheter skall ingå i den strategiska portföljen.

Marknadernas värdering

ALM-analysen om tillgångarnas avkastning och portföljutveckling bygger på att marknaderna är i jämvikt vid investeringstillfället. Det har AP-fonderna bitert fått erfara när de investerade i sina strategiska portföljer vid aktiemarknadens topp år 2001. Fonderna har emellertid successivt köpt aktier på fallande





kurser och kunde därför registrera en rejäl återhämtning under år 2003.

En aktuell värdering av olika tillgångsmarknader genomfördes i september år 2003, vid projektets slut. Aktieriskpremium för svenska och globala aktier ansågs ligga nära sin långsiktiga jämviktsnivå på 2,5%. Obligationer framstod som något övervärderade, men inte tillräckligt för att justera den räntebärande andelen i den strategiska portföljen. Fonden räknade med en viss förstärkning av den svenska kronan men inriktningen för valutastrategin mot en 30-procentig exponering är oförändrad.

Fjärde AP-fondens strategiska portfölj

Fjärde AP-fondens nya ALM-analys har bidragit med flera intressanta slutsatser. En hög genomsnittlig portföljavgkastning är nödvändig för att kompensera för kommande års underskott i pensionssystemet. En negativ utveckling av förvärvsfrekvensen utgör den största risken i pensionssystemet eftersom den orsakar stora värdeförändringar i pensionssystemets tillgångar.

Fondens slutsats från ALM-analysen är att en hög genomsnittlig aktieandel, 60-70% på lång sikt, minimerar balanseffekten i Sveriges pensionssystem, särskilt under scenarier med låg förvärvsfrekvens. Fonden kom till samma slutsats år 2000, men utifrån en mer kvalitativa

analys där aktiers högre avkastning var avgörande. Självfallet bygger slutsatserna även nu på ett antagande om ett positivt riskpremium för aktier relativt obligationer.

Analysens preferens för aktier styrs dock också av den historiska negativa samvariationen mellan förvärvsfrekvensen och aktiemarknader. Även om samvariationen antas vara noll bibehåller aktier sin ställning som attraktiv tillgång eftersom aktiers volatilitet är gynnsam för att åstadkomma en återhämtning av systemet. Volatiliteten är så gynnsam för pensionssystemet att även när avkastningen mellan obligationer och aktier antas vara densamma ger en högre aktieandel mindre risk för balansering.

Baserat på ovanstående resultat har fonden beslutat att bibehålla en i stort sett oförändrad hög aktieandel. För att ge utrymme för taktisk allokering, och samtidigt ha en god marginal för den lagstadgade 30%-regeln, har fonden bedömt att de räntebärande tillgångarna inte bör understiga 37% av den totala strategiska portföljen. Fonden har därför beslutat att 63% av den strategiska portföljen bör placeras i aktier, noterade eller onoterade.

Den strategiska portföljen skall dock avspegla de tillgångar i vilka fonden de facto placerar. Tillägg av AP Fastigheter i jämförelseindex innebär att aktieandelen måste minskas något i jämförelse med de strategiska målen. I tabellen nedan visas Fjärde AP-fondens strategiska portfölj för år 2004. Det är denna portfölj som Fjärde AP-fonden bedömer bäst tryggar Sveriges pensionssystem på lång sikt.

Fjärde AP-fondens strategiska portfölj, fr.o.m januari år 2004

Tillgångslag	Portföljandel, %	Förändring, %
Globala aktier	42,0	-0,5
Svenska aktier	19,0	-1,0
Fastigheter	2,0	+2,0
Statsobligationer	22,0	+0,1
Kreditobligationer	15,0	-0,6

Ägarfrågor i praktiken

Ägarfrågor är idag en stor, växande och kontinuerlig del av ledningens arbete på Fjärde AP-fonden. Arbetet bedrivs på flera plan: För det första som löpande förberedelsearbete inför beslutspunkterna på bolagsstämmorna, speciellt nomineringsfrågor inför valet av styrelse. För det andra som särskilda ägarinsatser i bolag där fonden är en av de större ägarna, t.ex. vid uppköpserbjudanden och stora strukturaffärer. För det tredje som övergripande aktiemarknadsfrågor, t.ex. insatser för att upprätthålla och utveckla god etik på aktiemarknaden.

Denna utveckling har vuxit fram på kort tid. Fjärde AP-fonden formulerade visserligen sin första ägarpolicy i mitten på 1980-talet, men i allt väsentligt har de svenska finansiella institutionernas kunskap och inflytande i ägarstyrningsfrågor – corporate governance – utvecklats under de senaste tio åren. Fjärde AP-fonden, som även efter den s.k. delningen vid årsskiftet 2000/2001 – i samband med förändringen av det allmänna pensions-systemet – är en av de stora aktörerna på den svenska aktiemarknaden, skall här identifiera några märkeshändelser som format framväxten av svensk corporate governance hos de finansiella institutionerna.

Volvo/Renault-affären

Volvo/Renault-affären kan med fog beskrivas som startskottet för svensk institutionell corporate governance. I december 1993 avgick PG Gyllenhammar, Volvos arbetande styrelseordförande och starke man, med omedelbar verkan när det blev uppenbart att affären med Renault varken hade aktieägarnas eller företagsledningens stöd. Samtidigt ställde övriga styrelseledamöter sina platser till förfogande. Plötsligt stod alltså Volvo, vid den tiden Nordens största industriföretag, utan ledning. Dessutom saknade Volvo en industriell huvudaktieägare (bortsett från Renault). Fjärde AP-fonden

var bolagets största svenska ägare med 7,5% av rösterna. Detta innebar att en handfull finansiella svenska institutioner utan nämnvärd erfarenhet av corporate governance hade ansvaret att på kort tid och under maximal mediabevakning nominera en ny styrelse med uppgift att formulera en ny strategi, som var förankrad hos Volvos ägare. Uppgiften löstes genom ett för sin tid unikt ägarsamarbete. Två månader senare kunde en ny styrelse för Volvo väljas på en extra bolagsstämma. De finansiella institutionernas hantering av denna ägarfråga vann respekt, inte bara bland Volvos aktieägare och allmänhet utan också i andra ägargrupperingar.

Flera av de erfarenheter som gjordes under dessa intensiva veckor har blivit ledstjärnor för institutionernas fortsatta arbete med ägarfrågor. T.ex. betydelsen av att hitta ”rätt” styrelseordförande, en person som skall ha relevant kunskap, erfarenhet, engagemang och – särskilt viktigt – som skall vara tillgänglig. Först när ordförandefrågan är löst kan man på allvar ta itu med arbetet med att få fram andra styrelsekandidater som tillsammans med styrelseordföranden skall kunna bli ett väl fungerande team. En annan bestående beslutsregel som växte fram under de intensiva ansträngningarna att få fram en ny Volvostyrelse var att testa alla förslag mot honnörsorden ”bolagets bästa”, något som bl.a. hjälpte till att sälla bort olika särintressen.

Institutionernas påtvingade nomineringsarbete i Volvo 1993/94 blev också startskottet för tydligare och generellt bättre nomineringsprocesser i svenska börsbolag. Volvo blev det första bolaget där aktieägarna beslöt om en bolagsstämموvald nomineringskommitté. I andra bolag beslöt aktieägarna successivt om en



UrDagens Nyheter 21 dec 1993



Ur Dagens Industri 30 april respektive 11 maj 1994

något mera informell process. Initialt fanns det ett motstånd inom de etablerade maktstrukturerna mot denna nyordning, men institutionernas hantering av ägarfrågorna i Volvo hade tydliggjort att den svenska ägarkartan hade förändrats i grunden. I dag har praktiskt taget alla svenska börsbolag omsorgsfulla och transparenta nomineringsprocesser med en tydlig "brevlåda" för samtliga aktieägare som vill göra sin röst gällande.

En naturlig men ändå mycket viktig konsekvens av ägarsamarbetet efter Volvo/Renault-affären var att de svenska institutionerna lärde känna varandra på ett nytt sätt och i ett skarpt läge utvecklade arbetsmetoder och beslutsordningar som visade sig kunna lösa en svår uppgift. Så t.ex. har det blivit kutym att den institution som är störst i ett enskilt börsföretag har huvudansvaret för hanteringen av ägarfrågor, dvs. bär ledartröjan. Vidare har insikten om och respekten för varandras särdrag präntats in, vilket självfallet underlättat det fortsatta samarbetet. Tvärtemot den bild som fortfarande brukar målas upp i media är nämligen institutionella aktieägare sinsemellan tämligen olika vad avser bakgrund, organisationsform, placeringsregler m.m.

Olika ägarroller

För att lösa ägarfrågorna efter Volvo/Renault-affären krävdes omfattande managementresurser på högsta nivå hos de finansiella institutionerna, särskilt för Fjärde AP-fonden som hade huvudansvaret. Denna prioritering kunde dock lätt försvaras, såväl externt som internt, eftersom Volvo var ett mycket stort företag och därmed också utgjorde en stor del av aktieportföljernas värde hos den grupp institutioner som tog på sig ansvaret för ägarfrågorna.

Men när motsatsen gäller, när det kommer upp tidskrävande ägarfrågor i bolag som väger lätt i aktieportföljerna, blir det besvärliga prioriteringar av ledningsresurserna för de finansiella institutionerna. Den djupa krisen för IT-branschen härom året gav många exempel på detta. För en industriell huvudaktieägare är situationen annorlunda eftersom denne normalt bara har ett eller något fåtal företag att fokusera på.

Fjärde AP-fondens första konfrontation med denna svåra frågeställning inträffade när Wallenbergsfären i mitten på 1990-talet sålde ut kontrollposten i Haldex (dåvarande Garphyttan) på öppna marknaden till flera köpare, varvid fonden med 7,9% av rösterna blev bolagets största ägare. Affären innebar naturligtvis också att styrelseordföranden och övriga styrelserepresentanter för den tidigare huvudaktieägaren avsåg att lämna sina uppdrag på den kommande bolagsstämman – som dessutom låg nära i tiden. Som största aktieägare tog Fjärde AP-fonden på sig ansvaret att ta fram och förankra nya namn till styrelsen. Men eftersom Haldex var en placering som utgjorde mindre än 1% av fondens tillgångar blev självfallet prioriteringen av fondens managementresurser en besvärlig fråga. Hur avvåga portföljansvar mot företagsansvar? Hos Fjärde AP-fonden har ägarfrågor alltid hanterats av företagsledningen. Enligt fondens filosofi är det centralt för det

enskilda företaget, oavsett hur stort eller litet det är, att styrelsen skall ha access till sina stora ägare och att kontakterna i ägarfrågor handläggs på "rätt" nivå. Fallet Haldex belyser verkligheten bakom en av Fjärde AP-fondens köpphästar när det gäller ägarfrågor, nämligen att finansiella institutioner inte kan ersätta privata eller industriella huvudägare. Institutionernas ägarroll är annorlunda, vilket ytterst framgår av de rösträttsbegränsningar som lagstiftaren har satt upp. Men det finns en ägarroll och den skall bejakas och utvecklas. Fjärde AP-fondens ambition är att uppträda som en ansvarsfull finansiell ägare, och den rollen utvecklar fonden fortfarande.

Opinionsbildning som medel

Den första publika ägarstriden om ersättningsfrågor i ett börsföretag ägde rum redan år 1994 och handlade om syntetiska optioner till ca 200 ledande befattningshavare i Skanska. Syntetiska optioner, som då var ett nästan okänt instrument på den svenska aktiemarknaden, var på den tiden inte en bolagsstämmo-fråga utan ett beslutsärende för styrelsen. Men Skanskas planer hade blivit offentliga och skapat debatt.

Kritikerna – som vanligt med Aktiespararna i spetsen – sköt bl.a. in sig på att bolagets högsta chefer redan vid normal kursutveckling för Skanskaaktien sammantaget skulle kunna få drygt 200 miljoner kronor när det föreslagna optionsprogrammet löpte ut efter några år.

Skanskas dåvarande styrelseordförande, Percy Barnevik, gick i offentligt svaromål. I en uppmärksam debattartikel i Dagens Industri framfördes bl.a. argumentet att optioner, i motsats till de flesta andra incitamentsprogram, syftade till att premiera långsiktiga prestationer och att optioner bidrog till att företagsledningarna och aktieägarna fick tydliga gemensamma mål. Barnevik hänvisade också till den amerikanska utvecklingen och



Affärsvärlden nr 23, 4 juni 2003

hävdade att prissättningen på optionerna var en sekundär fråga. Den centrala frågeställningen sades i stället vara om optionsplanen var till fördel för företagets långsiktiga utveckling, och den frågan hade alltså Skanskas styrelse besvarat jakande.

Utanför styrelsen lät man sig inte övertygas av styrelseordförandens engagerade argumentering. I likhet med Volvo hade Skanska ingen huvudaktieägare vid den här tiden. Sex av bolagets finansiella institutioner med tillsammans knappt 20% av rösterna skrev i stället brev till Aktiemarknadsnämnden och begärde en principiell utredning om syntetiska optioner samt att nämnden skulle lägga fast riktlinjer för det nya instrumentet. Fjärde AP-fondens VD framförde dessutom explicit kritik i media där Skanskas styrelse uppmanades dra tillbaka förslaget med hänvisning till aktiebolagsrättsliga oklarheter samt den uppenbart låga prissättningen på optionerna.

Kort tid därefter drogs förslaget om syntetiska optioner tillbaka. Av särskilt intresse i denna ägarfråga är att parternas argumentering delvis skedde inför öppen ridå. Det normala förloppet i ägarfrågor är annars att det är tyst i media under själva beslutsprocessen, en ordning som journalister utifrån sina utgångspunkter inte vill acceptera. Utifrån Fjärde AP-fondens utgångspunkter var dock händelseförloppet i fallet med Skanskas incitamentsprogram inget extraordinärt. Redan i den ägarpolicy som fondstyrelsen formulerat på 1980-talet hade opinionsbildning identifierats som ett av flera medel för att tillvarata fondens ägarintressen.

Gemensamma riktlinjer

För ett par år sedan gick samarbetet i ägarfrågor mellan de finansiella institutionerna in i en ny fas. Åtskilliga institutioner hade då formulerat ägarpolicies och ändamålsenliga arbetsrutiner hade

utvecklats och finslipats när det gällde institutionellt samarbete. En grundprincip då – liksom nu – är att de allra största aktieägarna i ett börsbolag träffas i god tid före bolagsstämman för att börja förbereda olika beslutspunkter på stämman, i första hand valet av styrelse. Samarbetet har således inte varit organiserat utan skett, från fall till fall – utifrån hur ägarstatistiken för det enskilda företaget ser ut vid ett visst givet tillfälle.

Men gemensamma problem har inte saknats. Börskurserna steg visserligen kraftigt under 1990-talet, men det fanns också tydliga avigsidor i den från USA importerade aktiekulturen om "shareholders value". Ett problem som accelererade mot slutet av 1990-talet gällde det växande antalet aktierelaterade incitamentsprogram i kombination med den tilltagande komplexiteten i programmen. Detta innebar allt större svårigheter för bolagens ägare att bedöma om programmen var rimliga utifrån ägarnas perspektiv.

I Sverige har visserligen aktieägarna bättre möjligheter att stoppa vidlyftiga optionsprogram än i t.ex. USA, men trots hjälp av den svenska s.k. Leo-lagen har det ofta varit både svårt och tidskrävande att försöka hålla emot styrelsernas propåer om aktierelaterade incitamentsprogram till de ledande befattningshavarna. Att aktieägarna som regel haft kort tid på sig att tränga in i komplicerade beslutsunderlag har inte gjort saken lättare. Fjärde AP-fonden och ett par andra svenska institutioner ägnade t.ex. mycket kraft vid årsskiftet 1999/2000 åt att försöka hålla tillbaka Skandias första bolagsstämmobeslutade incitamentsprogram. Resultatet av denna första arbetsbrytning blev att Skandias styrelse tvingades ställa in en utannonserad extra bolagsstämman för att i stället lägga fram förslag om ett kraftigt reducerat incitamentsprogram till den ordinarie stämman. Det bantade förslaget antogs, men programmet var ändå så

omfattande för svenska förhållanden att institution efter institution kände sig manad att på bolagsstämman avge en s.k. röstförklaring för att ej skapa prejudikat för framtiden. Härvid återopades som regel Skandias styrelsens eget argument om bolagets speciella konkurrenssituation i USA. (För tydlighetens skull bör påpekas att det inte var detta stämmobeslutade program utan två tidigare av styrelsen beslutade incitamentsprogram som resulterade i de skyhöga bonusar som så småningom ledde till både ledningens och styrelsens fall.)

I ett försök att styra upp denna otillfredsställande utveckling tillsatte de största institutionerna hösten år 2000 en kommitté med uppgift att utarbeta gemensamma riktlinjer för informationen kring incitamentsprogram. Även om projektet i huvudsak var begränsat till informationsfrågor var det ingalunda självklart att man skulle lyckas i detta första försök att skriva sig samman. Men uppgiften löstes och i mars 2001 publicerade de åtta största institutionerna "Riktlinjer för information till aktieägarna om incitamentsprogram i aktiemarknadsbolag". Detta initiativ ledde till att Aktiemarknadsnämnden – den "dömande" instansen bland aktiemarknadens självregleringsorgan – i januari år 2002 ersatte sina tidigare uttalanden med ett nytt uttalande som i huvudsak sammanföll med de riktlinjer som institutionerna gemensamt hade formulerat och offentliggjort.

Etiken i fokus

Utvecklingen av svensk corporate governance under den första tioårsperioden har ofta drivits fram av extraordinära händelser, det som inledningsvis betecknades som särskilda ägarinsatser. Ett tillbaka-draget bud på börsbolaget Perstorp hösten 2000 blev upptakten till att de svenska finansiella institutionerna flyttade fram positionerna när det gäller att upprätthålla och utveckla etiken på svensk aktiemarknad.

När riskkapitalbolaget IndustriKapital (IK) överraskande drog tillbaka ett offentligt bud på Perstorp blev det uppenbart för initierade bedömare att flera stora finansiella institutioner utöver ägaransvaret också kände ett starkt ansvar för att aktiemarknaden styrs av effektiva och rättvisa regelverk och att efterlevnaden av dessa regelverk skall vara god. Svenska finansiella institutioner är sällan involverade i juridiska strider när det gäller ägarfrågor, men här satsades stora resurser för att försöka visa att budgivaren IndustriKapital ej följt spelreglerna, något som efter en tid ledde till att det blev en uppgörelse i godo med ett nytt bud på Perstorp som följd.

Under den juridiska bataljen om det tillbaka-dragna budet hade Aktiemarknadsnämnden uppmanat Näringslivets Börskommitté (NBK, den regelskapande instansen bland aktiemarknadens självregleringsorgan) att se över sin rekommendation beträffande offentliga uppköpserbjudanden. De finansiella institutionerna, som vid denna tidpunkt inte var representerade i NBK, fick på ett sent stadium ändringsförslaget på remiss från NBKs arbetsgrupp. De institutioner som hade varit engagerade i den juridiska striden med IndustriKapital reagerade mycket negativt på det första förslaget till översyn av reglerna. Tidspresen medverkade till att remissvaret utformades som en gemensam principiell skrivelse till NBK från samtliga större svenska fi-

nansiella institutioner, något som fick stor betydelse för fortsättningen.

Resultatet blev att NBKs viktigaste regel, den s.k. takeover rekommendationen, skrevs om från grunden efter återkommande remisser till de finansiella institutionerna. Dessa regler, som trädde i kraft hösten 2003, innebär genomgående en skärpning av de gamla reglerna och att nya områden – t.ex. det budgivande bolagets möjligheter till s.k. due diligence av uppköpsobjektet – har fått sin första reglering. Den viktigaste förändringen torde dock vara att tillämpningsområdet utökats så att reglerna nu inte bara gäller för börsnoterade svenska företag utan i princip alla budgivare på den svenska aktiemarknaden, dvs. även riskkapitalbolag.

Ett annat viktigt och glädjande resultat av den utdragna juridiska striden om IK/Perstorp-affären blev att de finansiella institutionerna erbjöds att ta plats i styrelserna för såväl NBK som Aktiemarknadsnämnden.

Ägarförening för regleringsfrågor

Det senaste initiativet från de finansiella institutionerna för att försöka främja god utveckling av självregleringen på svensk aktiemarknad är att bilda en ideell ägarförening. I september 2003 konstituerades "Institutionella ägares förening för regleringsfrågor på aktiemarknaden". Det otypliga namnet har valts medvetet för att understryka att denna organiserade samverkan mellan de finansiella institutionerna är strikt begränsad till regleringsfrågor. När det gäller ägarfrågor i enskilda företag kommer institutionerna i likhet med tidigare att agera i eget namn. Den nya ägarföreningen är från och med årsskiftet 2003/2004 en av huvudmännen för NBK och Aktiemarknadsnämnden. Dessa centrala självregleringsorgan på den svenska aktiemarknaden har därmed på något år utökat huvudmannakretsen från två till nio, vilket syftar till att öka

legitimiteten i en tid när ägarrollen har förändrats och dessutom förtroendet för svenskt näringsliv påverkats negativt av olika företagsskandaler. Initialt är elva finansiella institutioner medlemmar i den nya ägarföreningen; nämligen Alecta, AMF Pension, Första AP-fonden, Andra AP-fonden, Tredje AP-fonden, Fjärde AP-fonden, Handelsbanken Fonder, Nordea Fonder, Robur, SEB Fonder och Skandia Liv. Sammantaget har dessa institutioner svenska aktier till ett värde motsvarande ca 20% av Stockholmsbörsen.

De viktigaste resultaten

Med hjälp av några märkeshändelser har belysts hur svensk institutionell corporate governance utvecklats under de senaste tio åren. De viktigaste resultaten kan sammanfattas så här:

- De finansiella institutionerna – den snabbast växande och numera största ägargruppen – har börjat bejaka sin ägarroll och blivit accepterade av andra ägargrupperingar.
- Nomineringsprocesserna har blivit transparenta och omsorgsfulla i praktiskt taget alla börsnoterade företag.
- Styrelserna i börsbolagen har blivit mindre, vilket brukar vara liktydigt med att styrelsearbetet blir effektivare. Det är numera ovanligt att en styrelse för ett svenskt börsbolag har fler än nio stämموvalda ledamöter.
- Styrelserna har också fått flera, från huvudaktieägaren, oberoende styrelseledamöter. Denna trend har i sin tur påskyndats av att många styrelser i de större börsbolagen fått utländska ledamöter, en utveckling som dock i huvudsak drivits fram av andra aktörer än de finansiella institutionerna.
- Den organisatoriska grunden är lagd för de finansiella institutionernas medverkan i den framtida självregleringen på svensk aktiemarknad.

En av de stora besvikelserna för institutionell corporate governance är att andelen kvinnor i de svenska bolagsstyrelserna fortfarande är mycket låg, låt vara att en markant förbättring inträffat det allra senaste året, särskilt i de större börsbolagen. Men utvecklingen har varit betydligt långsammare än vad som kunde förutses när ansträngningarna med att öka kvinnoandelen startade i början på 1990-talet.

Centrala framtidsfrågor

Att ytterligare öka kvinnoandelen i bolagsstyrelserna är alltså fortfarande en viktig uppgift när institutionell corporate governance nu har gått in på sitt andra decennium.

Andra framtidsfrågor är i hög grad knutna till styrelserollen och styrelsearbetet. I och med kapitalets institutionalisering och internationalisering har ägarrollen ändrats varvid också maktbalansen mellan ägare, styrelse och verkställande ledning har förändrats. Nyckelfrågan för dagen i många av storföretagen är hur nomineringskommittéerna skall få fram väl fungerande styrelser som inte bara kan driva på utan vid behov också hålla emot den verkställande ledningen när ägarintressena är underrepresenterade och ibland kanske inte ens är närvarande vid styrelsebordet. Några av de mest omskrivna inhemska företagskandalerna de senaste åren har blottlagt såväl häpnadsväckande girighet som felkonstruerade incitamentsprogram, vilket i sin tur nästan genomgående haft sin bakgrund i att styrelserna varit för svaga i sin roll som motkraft till den verkställande ledningen.

Det kommer säkerligen att krävas många åtgärder av olika karaktär under lång tid för att häva den förtroendekris för näringslivet som utvecklats ur företagskandalerna. Ett mycket viktigt steg i den processen blir att på olika sätt utveckla

och förbättra styrelserollen. Så t.ex. har ny amerikansk lagstiftning påskyndat inrättandet av revisionskommittéer och ersättningskommittéer i svenska bolagsstyrelser. Fjärde AP-fonden, liksom andra svenska finansiella institutioner, har sökt knuffa på utvecklingen genom att i sina ägarpolicies införa krav på att styrelseordförandena skall införa systematiska och kontinuerliga utvärderingar av styrelsearbetet. Vid den senaste revideringen av Fjärde AP-fondens ägarpolicy gjordes tillägget att tid och resurser också skall avsättas för respektive bolagsstyrelses vidareutbildning liksom för relevanta introduktionsprogram för nya styrelseledamöter.

Problem löses dock inte genom mer eller mindre välformulerade ägarpolicies. Utmaningen ligger i att sätta kraft bakom orden, att implementera dessa ägarpolicies via nomineringsarbete, på bolagsstämmorna, genom aktiv opinionsbildning etc. De svenska finansiella institutionerna har under det senaste decenniet fått lära sig att aktiv hantering av ägarfrågor kostar både tid och pengar. Och resursanspråken växer. Om ansträngningarna härvidlag så bara resulterar i att förtroendet för svenskt näringsliv återhämtas något snabbare och att börsbolagsstyrelserna blir något effektivare i framtiden är dessa resurser dock mycket väl värda att satsa.



Ägarfrågor under år 2003

Fjärde AP-fondens arbete med ägarfrågor under år 2003 kan delas upp på flera delområden:

■ Nomineringsprocesser inför bolagsstämmorna

1. Deltagande i bolagsstämmovalda nomineringskommittéer. Några mer betungande, framförallt FöreningsSparbanken och Volvo där fondens VD varit ordförande i kommittéerna. Andra bolagsstämmovalda nomineringsprocesser har avsett Swedish Match och SSAB.
2. Deltagande i s.k. informella nomineringskommittéer, t.ex. Handelsbanken, Industrivärden och SCA.
3. Deltagande i informella avstämningar mellan institutionella ägare som följd av särskilda frågeställningar, t.ex. förtroendekrisen i Skandia.

■ Deltagande i bolagsstämmor

Bolagsstämman är aktieägarnas huvudsakliga forum. Fonden eftersträvar i första hand att delta och utöva sin rösträtt vid stämmor där fonden har ett betydande aktieinnehav. Under år 2003 var fonden representerad på ett 40-tal bolagsstämmor – inte sällan med uppdrag som förslagsställare eftersom fonden aktivt deltar i nomineringsprocesserna.

■ Gemensamma ägarinitiativ

Fjärde AP-fonden har varit sammankallande i en informell grupp bestående av Sveriges elva största finansiella institutioner som – med hjälp av externa jurister – aktivt medverkat till att NBK (Näringslivets Börskommitté) gjort en total revidering av sin viktigaste regel, de s.k. takeover reglerna, som gäller fr.o.m. september år 2003.

Alecta, Fjärde AP-fonden och Robur är sedan något drygt år tillbaka representerade i NBKs styrelse. Utifrån den positionen har fondens vice VD under år 2003 arbetat för att de finansiella institutionerna skall bilda en ideell ägarförening som kan bli en av huvudmännen för NBK och Aktiemarknadsnämnden. Som framgår av huvudartikeln ledde dessa ansträngningar till att "Institutionella ägares förening för regleringsfrågor på aktiemarknaden" bildades under hösten och att den nya ägarföreningen fr.o.m. årsskiftet 2003/2004 blev ny huvudman för dessa organ. Institutionernas syfte är att stärka och utveckla självregleringen på den svenska aktiemarknaden.

■ Särskilda ägarinitiativ

Fjärde AP-fonden har varit finansiär och aktivt medverkat till projekt beträffande utökad kvinnorepresentation i börsbolagsstyrelser i regi av SNS (Studieförbundet Näringsliv och Samhälle). Vidare skrev fonden i slutet på året brev till styrelseordföranden i de – som regel mindre – portföljbolag som saknar kvinnor i styrelsen med uppmaningen att öka ansträngningarna på detta område och erbjöd att fonden kunde hjälpa till med förslag.

Fonden har också varit aktiv sparringpartner och en av finansiärerna till StyrelseAkademiens riktlinjer beträffande god styrelsesed.

■ Styrelserepresentation

I motsats till många andra finansiella institutioner medger Fjärde AP-fondens ägarpolicy att egna tjänstemän – om än restriktivt – kan nomineras för styrelseuppdrag i aktiemarknadsbolag. Detta är en avvägning mellan ägaransvaret i det enskilda företaget och fondens övergripande avkastningsintresse, som kan störas av inläsnings effekter i samband med styrelserepresentation.

Sedan flera år är Fjärde AP-fondens VD ledamot i styrelserna för Electrolux och Beijer Alma. Flera av fondens styrelseledamöter innehar styrelseuppdrag i svenska börsbolag. I åtminstone några av dessa fall är personerna aktivt nominerad av Fjärde AP-fonden.

■ Reviderad ägarpolicy

Fjärde AP-fondens ägarpolicy följs upp årligen. I december 2003 gjorde styrelsen bl.a. följande ändringar:

Skrivningen om incitamentsprogram är mer restriktiv. Fonden motsätter sig inte incitamentsprogram, men strävar mot mer balanserade program. Explicit föreskrivs nu att såväl långsiktiga som kortsiktiga program bör förses med tak och att dylika program ej bör vara pensionsgrundande.

En annan nyhet är att fondstyrelsen skärper formuleringarna om att ägarna inte bara formellt skall vara revisorernas uppdragsgivare. I den reviderade ägarpolicyen står: "Det är av central betydelse att revisionen kontinuerligt utvärderas ur ägarperspektivet".

En tredje nyhet i policyen är att Fjärde AP-fonden skall verka för att nyvalda styrelseledamöter skall genomgå ett omsorgsfullt introduktionsprogram och att tid och resurser också skall avsättas för kontinuerlig vidareutbildning av hela styrelsen.

Förvaltningsprocessen

När det svenska pensionssystemet reformerades år 2000, fick Fjärde AP-fonden ett nytt förvaltningsmandat, nya placeringsregler och en ny portfölj. Under år 2003 har fonden gjort en ny fördjupad ALM-analys som beskrivs på sidorna 6-10. Nedan redogörs för bakgrunden till fondens strategiska portfölj och dess sammansättning. Dessutom redogörs för avkastningsmål, riskmandat och investeringsfilosofi.

Tillgångs- och skuldanalys

Fjärde AP-fonden utgör tillsammans med Första-Tredje och Sjätte AP-fonderna en buffert i ett pensionssystem där de förvärvsarbetande via avgifter betalar för utgående pensioner. Buffertfonderna motsvarar en begränsad del, ca 8%, av den totala pensionskulden (se diagram Pensionssystemets finansiella ställning).

De största riskerna för obalans i pensionssystemet är en oförmånlig utveckling av andelen förvärvsarbetande samt på längre sikt att demografiska variabler som immigration, födelsetal och livslängd utvecklas ogynnsamt. Därutöver finns risker i form av låg tillväxt och svag avkastning i buffertfonderna. I det fall pensionssystemet utvecklas oförmånligt reduceras pensionsutbetalningarna genom den s.k. automatiska balanseringen.

Under de närmaste decennierna förväntas det uppstå stora underskott mellan pensionsavgifter och utgående pensioner. Först under 2040-talet förväntas situationen bli mer balanserad. Buffertfonderna har mot den bakgrunden som mål att redan med början från år 2010 balansera de underskott som uppstår enligt RFV:s prognos (se diagram Avgiftsnetto i % av avgiftsinkomsterna).

Strategisk portfölj och jämförelseindex

Fondens ALM-analys har legat till grund för beslutet om följande strategiska portfölj för år 2004: 61% aktier, varav 19 procentenheter svenska och 42 procentenheter globala aktier, 37% obligationer samt 2% fastigheter (se diagram nästa sida).

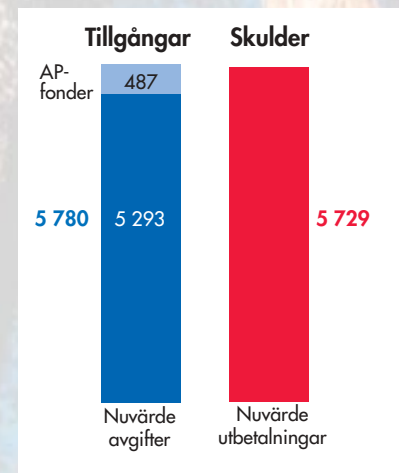
Obligationernas fördelning mellan olika valutor för år 2004 är: 45% SEK, 30% USD, 15% EUR och 10% GBP (se diagram nästa sida). Fonden har valt att placera en relativt hög andel av den räntebärande portföljen i kreditobligationer med hög kreditvärdighet, eftersom dessa obligationer har högre förväntad avkastning än statsobligationer.

Fondens valutastrategi bygger på att portföljens valutaexponering fördelas som Sveriges viktigaste importvalutor.

Förvaltningsprocessen

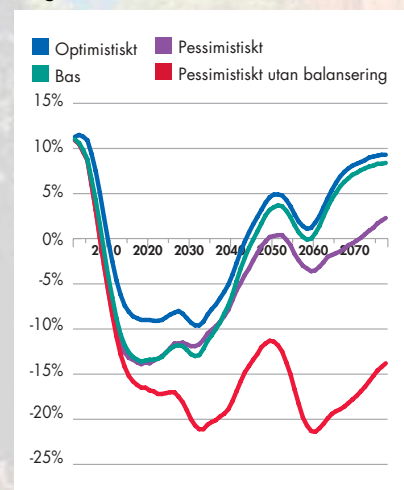


Pensionssystemets finansiella ställning år 2002, mdkr



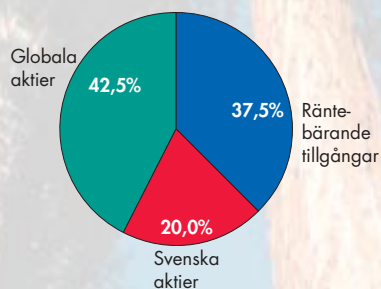
Källa: Pensionssystemets årsredovisning 2002

Avgiftsnetto i % av avgiftsinkomsterna

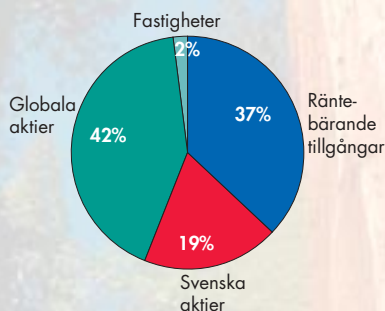


Källa: Pensionssystemets årsredovisning 2002

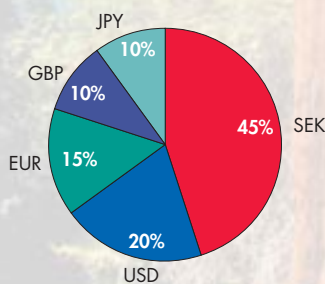
Strategiska portföljen, år 2003



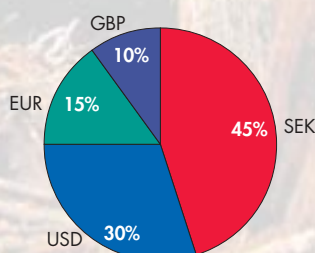
Strategiska portföljen, år 2004



Valutfördelning referensindex, räntebärande portföljen, år 2003



Valutfördelning referensindex, räntebärande portföljen, år 2004



USD-vikten uppjusteras dessutom för att ta hänsyn till den dollarbaserade råvaruimporten. Tanken är att en importvägd exponering bättre bidrar till att bevara framtida pensionärens köpkraft då svenska konsumentpriser till en del påverkas av variationer i importvalutor.

För varje tillgångsslag jämförs utvecklingen med ett index; SIX Return Index för svenska aktier, MSCI World DNI omräknat i svenska kronor för globala aktier samt index från Merrill Lynch GBI (kurssäkrat) och Handelsbanken Markets Obligations Index för utländska respektive svenska obligationer. Index för tillgångsslaget fastigheter utgörs av avkastningen för AP Fastigheter. Fondens valutaexponering och dess förvaltning mäts mot ett skraddarsytt importkorg-index (se diagram nästa sida).

Avkastningsmål och riskmandat

Resultatet av fondens förvaltning jämförs med ett sammanvägt jämförelseindex bestående av de olika tillgångsslagens referensindex enligt ovan. För fondens totala förvaltning har styrelsen fastställt följande mål och riskmandat för år 2004:

Fjärde AP-fonden skall löpande under en tvåårsperiod nå en totalavkastning som överstiger valt jämförelseindex med 1,35 procentenheter. Risken, mätt som aktiv risk, skall för hela portföljen ej varaktigt överstiga 4,0% (se tabell nästa sida). De av styrelsen fastställda avvikelsemandaten från den strategiska portföljen är för aktier +8/-10 procentenheter, för räntebärande +10/-7 procentenheter och för fastigheter +2/-2 procentenheter. Fondens riskjusterade avkastning, mätt som informationskvot, skall i genomsnitt överstiga 0,3.

Investeringsfilosofi

Fondens investeringsfilosofi syftar till att skapa en kontinuerlig överavkastning

jämfört med den strategiska portföljens jämförelseindex. Investeringsbesluten grundas på en kombination av långsiktig fundamental analys och kvantitativa analysmetoder. Analyser och portföljbeslut struktureras och dokumenteras för att löpande kunna utvärderas och förbättras. De investeringar som görs inom olika tillgångsslag grundas på en långsiktig analys med hänsyn till vid analystillfället rådande marknadsvärderingar.

Avkastnings- och riskallokering

Avkastningskrav och risk allokeras till olika tillgångsslag och till delportföljer inom tillgångsslagen. En fördelning sker även mellan intern och extern förvaltning. Högst avkastningskrav och störst aktiv risk har allokerats till förvaltningen av svenska aktier, där fonden har lång erfarenhet och stort fokus på aktieurval. Baserat på löpande utvärdering av den interna och externa förvaltningen kommer riskallokering i större eller mindre utsträckning att justeras från år till år.

Av den globala aktieportföljen förvaltas två tredjedelar av kapitalet internt. I denna förvaltning har riskmandat och överavkastningskrav fördelats till globala sektorportföljer. Högre riskmandat tilldelas de sektorer fonden bedömer ha bäst förutsättningar för aktiv förvaltning, medan andra sektorer erhåller lägre riskmandat. Riskmandat och överavkastningskrav är dessutom fördelat till sektorallokering inom globala aktieportföljen. Resterande tredjedel av den globala aktieportföljen förvaltas av externa förvaltare. Av den externa förvaltningen av globala aktier förvaltas en tredjedel med hög aktiv risk i Asien och återstoden förvaltas semipassivt i Europa och Nordamerika.

Överavkastningskrav och riskmandat för ränteportföljen är låga relativt aktieportföljen. Risk allokeras för taktisk allo-

kering mellan tillgångsslagen aktier och räntebärande samt mellan regioner inom globala aktier. Ett visst riskutrymme är även fördelat till valutapositionering.

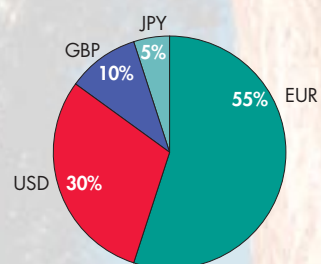
Aktier

Den interna aktieförvaltningen inriktas på aktieurval baserat på fundamental företagsanalys och värdering inom olika sektorer. Förvaltningen täcker sedan slutet av år 2002 Nordamerika och Europa. För varje sektor finns en urvalsprocess för att komma fram till ett mindre antal investeringsalternativ och därigenom kunna fokusera analysen och positions-tagandet på ett färre antal bolag. En djupare intern analys sker inom de globala sektorerna finans, konsumentrelaterad verksamhet, IT, telekom och hälsovård. Förvaltningen inom övriga sektorer baseras mer på extern analys och kvantitativa urvalskriterier och sker dessutom med lägre risknivå. I Sverige läggs särskild vikt på aktieurvalet.

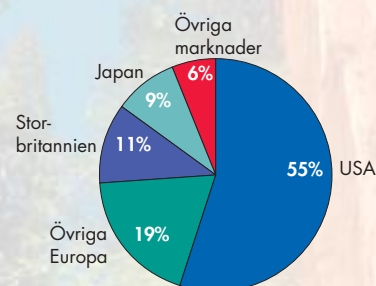
Räntebärande och valuta

För räntebärande värdepapper tillämpar fonden en global syn, med fokus på fyra risktyper; duration, avkastningskurvas lutning, land- och kreditrisker. Den räntebärande portföljen hanteras som en helhet. Investeringarna görs i räntebärande värdepapper med hög kreditvärdighet, s.k. "investment grade". Förvaltningen av räntebärande värdepapper baseras på en fundamental centralbanksanalys, kvantitativ analys och analys av marknadspositioner. Ränte- och valutagrupperna hanterar fondens valutaexponering för både den globala aktie- och ränteportföljen. Positionering i valuta sker i huvudsak utifrån en makrobaserad flödesanalys.

Valutaexponering enligt valutastrategin år 2003 och 2004



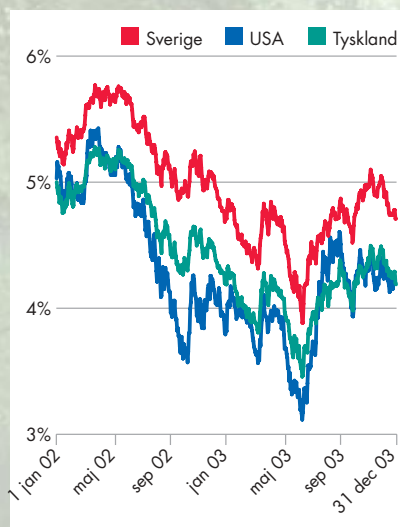
Länderfördelning MSCI World DNI, 2003-12-31



Avkastningsmål och riskmandat, fr.o.m januari år 2004

Tillgångsslag	Jämförelse- och referensindex	Överavkastningsmål per år, %	Riktlinje för aktiv risk, %
Svenska aktieportföljen	SIX Return Index	1,40	< 6,0
Globala aktieportföljen	MSCI World DNI (SEK)	0,70	< 4,4
Räntebärande portföljen	Handelsbanken Markets Obl.Index/Merrill Lynch GBI	0,30	< 1,5
Valutaförvaltning	Skräddarsytt importkorgindex	0,07	< 0,5
Fastigheter	AP Fastigheter	–	–
Placeringsstillgångar	Index viktat enligt den strategiska portföljen	0,70	< 4,0

10-åriga statsobligationsräntor
år 2002-2003



Källa: Ecowin

Ekonomisk översikt

I förra årets årsredovisning kunde vi konstatera att trots den svaga utvecklingen på aktiemarknaderna och fortsatt fallande räntor, så var 2002 det första året av ekonomisk återhämtning i denna konjunkturcykel.

År 2003 kan beskrivas som det år då den ekonomiska återhämtningen inom OECD-området har funnit stadga och börjat betraktas med en ökad trovärdighet. Fortfarande råder dock tvivel. Kommer återhämtningen att kunna växla över i en mer uthållig tillväxt under åren 2004 och 2005 eller kommer ledande indikatorer att vända ned och industriproduktion och sysselsättning inte att resultera i den tillväxt som ledande indikatorer signalerat? Även om tillväxtprognoser justerats upp, så bedöms fortfarande riskerna som höga för bakslag avseende den fortsatta utvecklingen.

Trots den turbulens som karakteriserat de senaste två åren på de finansiella marknaderna så har utvecklingen i stora drag stämt väl överens med den man kan förvänta sig i de faser av en konjunkturcykel som passerats. År 2002 innebar för företagen ett år av fallande vinster och en strävan att konsolidera sina balansräkningar. Kreditobligationer utvecklades väl. Konsolideringsfasen fortsatte in i år 2003. Successivt har konsolideringsarbetet burit frukt och företagens vinster har stigit kraftigt under i synnerhet den senare delen av året. Aktiemarknaderna har haft en mycket positiv utveckling under året. Långa räntor nådde bottennivåer under försommaren och har där efter stigit. Räntorna är dock fortfarande låga i ett längre perspektiv och korta räntor har fortsatt att sjunka under året.

År 2003 inleddes dock svagt med en fallande orderingång och industriproduktion. Under våren steg osäkerheten inför det kommande krigsutbrottet i Irak. De befarade konsekvenserna för den reala ekonomin kom att påverka hushållens

framtidstro negativt i såväl USA som i Europa. De amerikanska företagen angav den ökade osäkerheten med anledning av det kommande kriget som dämpande för investeringsviljan. Oljepriset steg kraftigt i februari och början av mars till nivåer som, om de blivit bestående, skulle ha fått en mycket negativ påverkan på såväl tillväxt som företagens vinster. Även spridningen av lungsjukdomen SARS påverkade framför allt konsumtionen i Asien negativt.

Den fortsatt svaga utvecklingen inom OECD-området under våren resulterade i att den förda ekonomiska politiken blev mer expansiv med räntesänkningar i såväl den amerikanska som den europeiska ekonomin. I USA genomfördes ytterligare skattelättnader av betydande omfattning.

Osäkerheten kulminerade i samband med krigsutbrottet. De snabba framgångarna för de allierade i kriget i Irak och ett upphörande av striderna skapade förväntningar om en återhämtning av efterfrågan inom OECD-området. Hushållens framtidstro i såväl USA som Europa förbättrades efter stridernas upphörande och oljepriset föll. Mycket av osäkerheten kunde därmed skingras. Kriget var över och oljepriset hade kommit ned från, de för ekonomin, skadligt höga nivåerna. Dessutom föll de långa räntorna kraftigt under våren och försommaren, vilket innebar ytterligare en omfattande stimulans av den globala ekonomin.

Tecken på en stabilisering av efterfrågeläget blev allt tydligare under sommaren och hösten. Ledande indikatorer fortsatte att stärkas och indikerade på senhösten att en relativt kraftig uppgång i industriproduktionen kunde förväntas under de kommande månaderna. Utvecklingen på den så viktiga amerikanska arbetsmarknaden stabiliserades.

Orderingången till de amerikanska och japanska företagen har varit god. Den ökade efterfrågan har i betydande om-

fattning riktat sig till de IT-relaterade delarna av industrin, medan orderin- gången till traditionell maskinindustri varit fortsatt svag. Under hösten har det också framstått som allt tydligare för investerarkollektivet i USA och Europa att en ökande del av efterfrågan i världsekonomin kommer från Asien. Tillväxten i framför allt Kina har varit oväntat stark under år 2003. Även nästa år bedöms de asiatiska marknaderna svara för en ansevärd del av den ökade efterfrågan i den globala ekonomin. Ekonomer och företagsanalytiker har därmed kommit att rikta mer uppmärksamhet och ta mer hänsyn till denna regions utveckling än tidigare.

Sammantaget bedöms tillväxten i den globala ekonomin bli god för innevarande år, men den prognosen betraktas fortfarande med en viss skepsis av såväl ekonomer som investerare. Skulle marknadsförväntningarna avseende tillväxten infrias och de finansiella tillgångarna fortsätta att utvecklas i linje med det traditionella konjunkturmönstret, så talar det för en risk för stigande räntor under innevarande år.

Räntebärande och valuta

År 2003 bjöd på relativt stora ränterörelser även om nivån på globala obligationsräntor vid utgången av året inte kom att avvika mycket från dem som rådde vid årets början. Året inleddes med fallande räntor då kriget i Irak tillsammans med SARS medförde en betydande dämpning av den ekonomiska aktiviteten under det första halvåret. Den lägre ekonomiska aktiviteten sammanföll med ett betydande fall i den amerikanska inflationstakten. Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, betonade att den amerikanska ekonomin inte skulle tillåtas hamna i en deflationistisk utveckling liknande den som den japanska ekonomin befunnit sig i sedan början av 1990-talet. Risken för att detta skulle

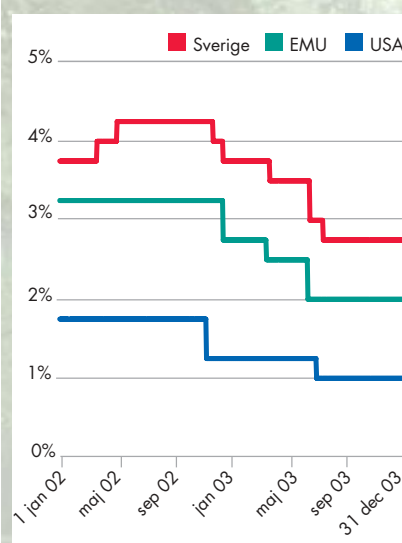
ske bedömdes visserligen som låg, men i det fall det uppfattades som nödvändigt skulle detta kunna motverkas med även andra medel än sänkta styrräntor. Med en amerikansk styrränta på redan mycket låga 1,25% tolkades uttalandena som att Federal Reserve övervägde att köpa obligationer i marknaden för att därigenom direkt kunna påverka längre räntor. Detta bidrog till att globala obligationsräntor föll till mycket låga nivåer under våren. I Europa skrevs också utsikterna för den ekonomiska utvecklingen ned och flera centralbanker sänkte sina styrräntor.

Räntefallet upphörde när Federal Reserve i juni sänkte sin styrränta till rekordlåga 1,0%, men samtidigt betonade att risken för deflation var låg och att inga extraordinära åtgärder vid sidan av ordinarie styrräntesänkningar övervägdes. En betydande och snabb uppgång för obligationsräntorna inleddes därmed.

Ränteuppgången förstärktes av att ledande indikatorer visade att ekonomierna snabbt återhämtade sig efter Irakkriget slut. När återhämtningen under hösten fick ett allt starkare fäste började investerare räkna med att centralbankerna skulle komma att ta tillbaka en del av den omfattande penningpolitiska stimulans som skett. I början av november höjde också Australiens och Storbritanniens centralbanker sina styrräntor med vardera 0,25 procentenheter. Därmed sattes punkt för en över två år lång period av globalt allt lättare penningpolitik.

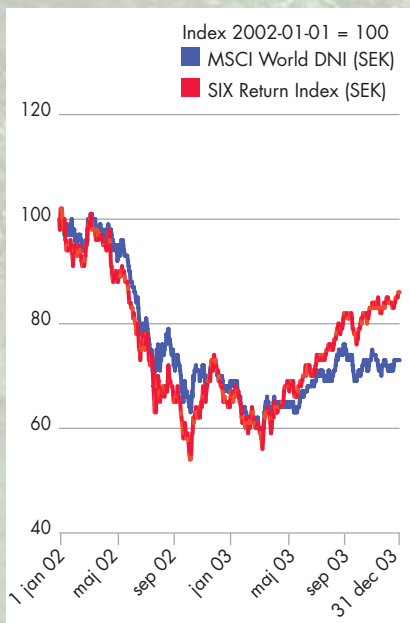
Stigande företagsvinster och en lägre skuldsättning i företagen utgjorde tillsammans med låga korträntor ett mycket gynnsamt klimat för kreditobligationer under år 2003. Det relativa ränteläget för dessa obligationer föll avsevärt under loppet av året och generellt sett var utvecklingen bäst för kreditobligationer med sämre rating, som drabbades särskilt hårt under år 2002.

Internationella styrräntor
år 2002-2003



Källa: Ecovin

Aktiemarknadsutveckling år 2002-2003



Källa: Datastream

Valutamarknaden kännetecknades under året av en fortsatt försvagning av den amerikanska dollarn. Handelsvägt uppgick försvagningen till drygt 14%. Från att under år 2002 och under den första delen av år 2003 främst ha försvagats mot de europeiska valutorna samt den kanadensiska och australiensiska dollarn kom en större del av försvagningen under det andra halvåret att ske mot asiatiska valutor. För att bromsa en alltför stor och snabb förstärkning av de egna valutorna har de asiatiska centralbankerna med den japanska i spetsen genomfört stora stödköp av dollar. En växande del av det amerikanska bytesbalansunderskottet uppkommer i handeln med asiatiska länder och uttalanden från officiellt amerikanskt håll tyder på att detta ses som ett problem. En effekt av detta är ett ökat tryck på Kina att revalvera sin valuta gentemot den amerikanska dollarn.

Den svenska kronan fortsatte att stärkas under året. Kronan var relativt oförändrad mot euron fram till höstens folkomröstning om införandet av euron samtidigt som den stärktes avsevärt mot andra valutor, främst den amerikanska dollarn. Efter folkomröstningen kom kronan även att stärkas mot euron. Handelsvägt stärktes kronan med ca 5% under år 2003.

Aktiemarknad

Efter tre år av en mycket svag utveckling på världens aktiemarknader steg kurserna kraftigt på såväl de internationella aktiemarknaderna som den svenska aktiemarknaden under år 2003. Året inleddes dock mycket svagt. Den svaga ekonomiska utvecklingen, upplevda deflationsrisker och en betydande osäkerhet med anledning av det förestående krigsutbrottet bidrog till fortsatt fallande börskurser. I samband med krigsutbrottet och de snabba framgångarna för de allierade påbörjades dock en kraftfull uppgång på

världens aktiemarknader. Uppgången kom att stärkas av de fallande obligationsräntorna och de successivt allt starkare konjunktursignalerna.

Den svenska aktiemarknaden steg med 34,2% under året och MSCI World DNI steg med 33,1%, mätt i USD. Den amerikanska dollarns svaga utveckling relativt den svenska kronan innebar dock att världsindex uppgång i kronor begränsades till ca 10%.

Samtliga sektorer inom MSCI World DNI, mätt i USD, hade en positiv kursutveckling under året. Till följd av stigande råvarupriser utvecklades material (råvarubolag) bäst med en kursuppgång på 52%. Även informationsteknik utvecklades väl med en kursuppgång på 45%. Efter två år med fallande IT-investeringar ökade framförallt de amerikanska företagen sina investeringar i informationsteknik under året. En mycket god resultatutveckling och ett fallande riskpremium kom därmed att gynna sektorn. Övriga cykliska sektorer hade också en god utveckling. Sämst utvecklades hälsovårdssektorn med en kursuppgång på 22% under året. Diagrammet på nästa sida utvisar sektorutvecklingen under året för MSCI World DNI mätt i SEK.

I Sverige steg kurserna inom sektorn informationsteknik med 83,1%. En positiv utveckling för Ericsson var betydelsefull i sammanhanget, liksom en allmänt ökad riskaptit. Finansiella bolag utvecklades väl genom framförallt en omvärdering av risken i dessa placeringar. Defensiva sektorer som hälsovård och dagligvaror utvecklades relativt svagt.

Vid ingången av året var riskaptiten generellt sett låg. Tre år med fallande aktiemarknader innebar att investerare blivit allt mer försiktigt inställda till risk. Förtroendet för företagen var lågt till följd av ett antal redovisnings- och optionsskandaler och de tvingande aktie-

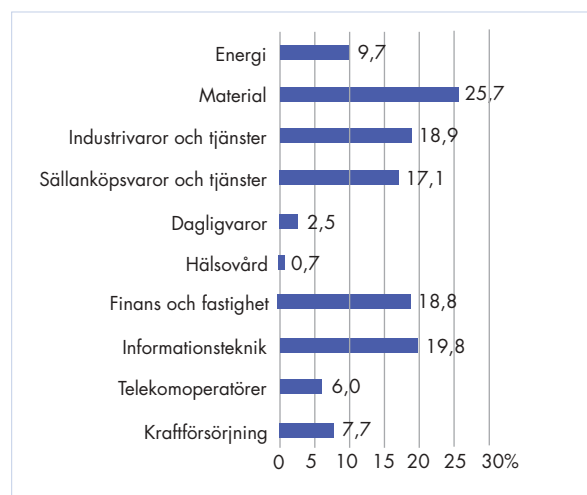


försäljningar som skett av pensionsförvaltare och försäkringsbolag bidrog också till en ökad osäkerhet. När vändningen på aktiemarknaderna väl kom föll riskpremien och de bolag som tidigare undvikits på grund av hög risknivå var de som nu gynnades mest. Detta innebär att bolag med god finansiell ställning och låg operativ risk inte utvecklades lika starkt som marknaden i sin helhet. Denna utveckling har inneburit att bolag som är finansiellt svaga i dagsläget kommit att värderas med ett premium jämfört med finansiellt starka bolag. Vår bedömning är att detta inte kommer att bli bestående. Även de mindre bolagen hade generellt en betydligt starkare utveckling än de större bolagen under året, vilket till en del kan förklaras av den ökade riskaptiten, men också av att cykliska sektorer, där mindre bolag är överrepresenterade, utvecklats väl.

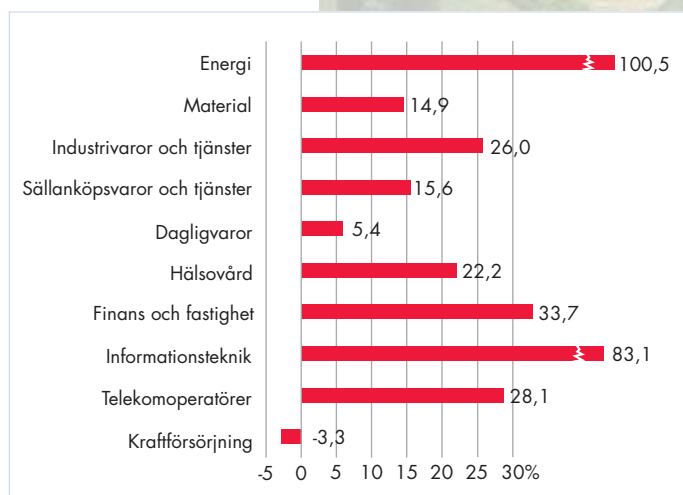
Den betydande dollardeprecieringen under år 2003, missgynnar de europeiska bolagen på flera sätt. För de bolag som

har verksamhet i USA räknas vinsterna om till europeiska valutor, vilket på ett år minskat resultatet för dessa verksamheter med nästan 20%. De europeiska bolagen kan förmodligen inte kompensera sig prismässigt för den direktexport som sker till dollarknutna länder och risken för att europeiska bolag skall förlora marknadsandelar till företag som har sin kostnadsbas i dollar är betydande. För Sverige är valutautvecklingen extra bekymmersam eftersom exportandelen är relativt hög och kronan stärkts även mot de europeiska valutorna. De amerikanska bolagen gynnas och det framstår som troligt att vinsterna för de amerikanska bolagen kommer att fortsätta att utvecklas väl till följd av såväl positiva valutaeffekter som den förväntat fortsatt goda tillväxten i den amerikanska ekonomin. I Europa är osäkerheten om vinsttillväxten högre även om tillväxten i omvärlden tagit fart, eftersom valutorna påverkar såväl exporttillväxt som vinster negativt.

Sektorutveckling år 2003, MSCI World DNI (SEK), %



Sektorutveckling år 2003, SIX Return Index (SEK), %





Förvaltningsberättelse

Styrelsen och verkställande direktören för Fjärde AP-fonden avger härmed förvaltningsberättelsen för år 2003, fondens trettionde verksamhetsår.

Särskilda redogörelser lämnas för tillämpade redovisnings- och värderingsprinciper.

Verksamheten

Verksamhetsåret 2003 har liksom föregående år kännetecknats av betydande kursrörelser på världens finansiella marknader. Såväl den svenska aktiemarknaden som de globala aktiemarknaderna redovisade kraftiga kursuppgångar för året som helhet. MSCI World DNI index steg under året med 33,1%, mätt i amerikanska dollar. Eftersom den amerikanska dollarn försvagats relativt den svenska kronan blev utvecklingen mätt i kronor mer modest, 10,2%. Uppgången på den svenska aktiemarknaden under året blev 34,2%. Obligationsräntorna nådde bottenivåer under året, men var relativt oförändrade från årsskifte till årsskifte. Valutarörelserna var betydande och dominerades av en fortsatt depreciering av den amerikanska dollarn mot den svenska kronan och andra valutor. Handelsvägt steg den svenska kronan med 5,0% under året.

Marknadsutvecklingen har varit mycket gynnsam för Fjärde AP-fonden, eftersom fonden valt en strategi med hög andel aktier, särskilt svenska aktier. Denna strategi är vald i syfte att klara det långsiktiga målet att balansera de påfrestningar som det allmänna pensionssystemet kommer att utsättas för under en lång följd av år från och med år 2010. Fonden redovisar ett marknadsvärderat resultat för det gångna verksamhetsåret på 19,3 (-23,0) mdkr. Fondens totalavkastning på placeringstillgångarna uppgick till 17,0 (-16,8)%, medan jämförelseindex avkastade 18,0 (-16,3)% under året. Fonden lyckades inte nå upp till sitt relativa avkastningsmål för totala portföljen.

Avkastningen på portföljen, exklusive AP Fastigheter, som inte ingår i fondens jämförelseindex, uppgick under året till 17,6 (-17,2)% mot jämförelseindex på 18,0 (-16,3)%. Underavkastningen påverkades alltså i hög grad av fondens innehav i AP Fastigheter som erhöles vid fördelningen av AP-fondernas tillgångar. Utvecklingen för de olika delportföljerna redovisas under avsnittet Placerings-tillgångar.

Under året har fonden genomfört en helt ny och fördjupad tillgångs- och skuldanalys (ALM-analys). Arbetet har bedrivits i projektform och flera av fondens medarbetare har varit delaktiga i denna process. Projektet har även involverat styrelsen genom att speciella seminarier genomförts vid sidan av ordinarie styrelsearbete.

ALM-analysen som genomfördes under verksamhetsåret resulterade i en strategisk portfölj för år 2004 med 61% aktier, varav 42 procentenheter globala och 19 procentenheter svenska aktier, samt 37% räntebärande tillgångar. Fonden har dessutom inkluderat 2% fastigheter i den strategiska portföljen, för att den skall avspegla fondens faktiska innehav i AP Fastigheter. Den relativa förvaltningen kan då utvärderas på ett mer korrekt sätt. Målsättningen för den strategiska portföljens långsiktiga valutaexponering kvarstår vid 30%. Valutaexponeringen skall även fortsättningsvis fördelas på olika valutor enligt en vägd importkorg.

Slutsatserna av analysen, uttryckt som fondens strategiska portfölj, skiljer sig inte nämnvärt från fondens föregående ALM-analys. Argumenten för en långsiktigt hög aktieandel stärks ytterligare. Pensionssystemet gynnas inte bara av aktiers förväntade högre avkastning utan också av aktiers högre volatilitet som aktivt bidrar till att systemet (snabbare och säkrare) återhämtar sig vid en s.k. automatisk balansering.



Fondens strävan att förstärka och utveckla organisationen har fortsatt. Ett av de viktigare projekten under året, i vilket samtliga enheter inom fonden varit involverade, har varit att fördjupa kunskapen om verksamheten och dess rapportering av positioner och avkastning.

Ett flertal förändringar av investeringsprocessen inom den interna förvaltningen har skett löpande under året. Metodiken för framtagande av interna företagsanalyser har förfinats. Antalet aktieinnehav har reducerats, vilket inneburit en ökad storlek på relativa positioner, som bör leda till ett ökat risktagande i aktieförvaltningen. Även inom den räntebärande förvaltningen har större positioner tagits.

Vidare har fonden under år 2003 omplacerat den externa indexförvaltningen av globala aktier, ca 11 mdkr, till semi-passiv förvaltning, så kallad ”enhanced” indexförvaltning. Syftet har även här varit att öka det aktiva risktagandet för att förbättra förutsättningarna att nå fondens överavkastningsmål.

En fördjupad utvärdering av den interna förvaltningen startade under hösten år 2003. Utvärderingen av investeringsfilosofin och processerna har utförts i syfte att identifiera områden som kan förbättras ytterligare. Fonden kommer att fortsätta arbetet med att vidareutveckla organisationen i syfte att nå sina fastställda avkastningsmål på både kort och lång sikt.

En person har nyanställts under året och antalet anställda uppgick vid årets slut till 53 (52) personer.

Årets resultat

Fjärde AP-fondens resultat uppgick för år 2003 till 19 334 (-22 981) mkr.

Rörelsens intäkter består av utdelningar och räntenetto, realiserade och orealise-

rade värdeförändringar på tillgångarna, samt valutakursresultat, totalt 19 550 (-22 816) mkr.

Rörelsens kostnader uppgick till 216 (165) mkr. Förvaltningskostnadsandelen (rörelsens kostnader i förhållande till det genomsnittliga fondkapitalet) uppgick till 0,17 (0,13)%.

Kostnadsökningen beror på att förvaltningskostnaderna för de externa mandaten har ökat med 50 mkr mellan åren 2002 och 2003. Förvaltningskostnadsandelen för de internt förvaltade portföljerna är 0,14%.

Courtagekostnaderna för aktieportföljen totalt (ingår i anskaffningsvärdet för aktier), uppgick till 102 (101) mkr.

Fondkapitalet uppgick vid årets utgång till 135 506 (113 605) mkr och har under året ökat med 21 901 (-17 980) mkr. Fondkapitalets förändring består av, dels nettobetalingar mot pensionssystemet (RFV), som uppgick till 2 143 (1 984) mkr, dels överföringar från de särskilda förvaltningarna med 424 (3 017) mkr samt årets resultat 19 334 (-22 981) mkr.

Placeringsstillgångar

Vid utgången av året uppgick marknadsvärdet på fondens placeringstillgångar till 135 550 (113 644) mkr. I förhållande

Placeringsstillgångarnas fördelning

Tillgångsslag	Marknadsvärde, mkr	Andel, %	Marknadsvärde, mkr	Andel, %	Strategisk portfölj, %
	2003-12-31	2003-12-31	2002-12-31	2002-12-31	
Svenska aktieportföljen	27 334	20,1	21 989	19,3	20,0
Globala aktieportföljen	57 616	42,5	46 769	41,2	42,5
Räntebärande portföljen	47 379	35,0	41 332	36,4	37,5
Fastigheter	3 221	2,4	3 554	3,1	0,0
Placeringsstillgångar	135 550	100,0	113 644	100,0	100,0

De fem största innehaven i den svenska aktieportföljen

Bolag	Marknadsvärde mkr, 2003-12-31	Andel av svenska portföljen, %
Nordea	2 706	9,9
Ericsson	2 173	8,0
H&M	2 091	7,6
SHB	2 001	7,3
TeliaSonera	1 798	6,6
Totalt	10 769	39,4

Avkastning och risk, år 2003

Tillgångsslag	Avkastning helår, % Portfölj	Avkastning helår, % Referensindex	Volatilitet, helår, % Portfölj	Aktiv risk, helår, % Portfölj
Svenska aktieportföljen	32,9	34,2	20,7	2,9
Globala aktieportföljen	9,2	10,2	18,4	1,4
Räntebärande portföljen	4,8	4,3	2,7	0,6
Fastigheter	-4,7	-	-	-
Placeringsstillgångar	17,0	18,0	9,0	0,9

till den strategiska portföljen var räntebärande tillgångar underviktade med 2,5 procentenheter mot framförallt en övervikt i fastigheter, dvs. AP Fastigheter (se tabell föregående sida). Som följd av att AP Fastigheter inkluderades i den strategiska portföljen vid årsskiftet 2003/2004 minskade övervikten i fastigheter till förmån för aktieandelen.

Totalavkastning

Avkastningen för placeringstillgångarna uppgick under året till 17,0 (-16,8)%, vilket var -1,0 (-0,5) procentenhet relativt jämförelseindex. Avkastningen för placeringstillgångarna, exklusive AP Fastigheter, uppgick till 17,6 (-17,2)%. Valutasäkring av den globala aktieportföljen påverkade den absoluta avkastningen med 5,2 (3,7) procentenheter.

Aktiemarknadens uppgång förklarar den mycket höga avkastningen på placeringstillgångarna. Fondens strategiska portfölj innehåller en hög andel aktier och har därför gynnats av marknadernas utveckling.

Avkastningen för svenska aktier har varit mycket god. Svenska aktier avkastade 32,9 (-36,4)%. Även globala aktier utvecklades positivt, 9,2 (-35,1)%. Avkastningen för globala aktier var sämre jämfört med svenska aktier, vilket främst förklaras av den amerikanska dollarns nedgång.

Avkastningen för räntebärande placeringar var 4,8 (9,4)%. Rättnedgången år 2002 var exceptionell och gav ett högt resultat, men även ränteutvecklingen år 2003 har lett till en god avkastning. Fondens höga andel kreditobligationer har bidragit till den goda avkastningen.

Fondens valutasäkring har gynnat avkastningen eftersom den svenska kronan stärkts gentemot andra valutor. Fonden beslutade att tillfälligt under året avbryta den pågående anpassningen mot en ökad valutaexponering, vilket också gav en positiv resultat effekt. Fondens valutastrategi innebär att den räntebärande portföljen är valutasäkrad fullt ut medan den globala aktieportföljen valutasäkras vid varje tillfälle efter strategisk valutaexponering. Fondens valutaexponering var vid årets utgång 18,5 (16,8)%.

Exklusive AP Fastigheter uppgick den relativa avkastningen för fondens placeringstillgångar till -0,4 (-0,9) procentenheter. Framförallt aktieurvalet inom den interna globala aktieförvaltningen har påverkat det relativa resultatet negativt. Positiva bidrag har erhållits från två av tre aktiva, externa aktieförvaltare. Förvaltningen av svenska aktier bidrog negativt. Den räntebärande portföljen lämnade det största positiva bidraget till den relativa avkastningen.

Risk

Den aktiva risken, mätt i efterhand, uppgick under året till 0,9 (1,4)% för placeringstillgångarna. Nedgången i den aktiva risken förklaras i sin helhet av nedgången i marknadernas volatilitet. Fonden har strävat efter en ökning av risktagandet i förvaltningen.

Svenska aktieportföljen

Den svenska aktieportföljens marknadsvärde uppgick vid årets slut till 27 334 (21 989) mkr. De fem största positionerna framgår av vidstående tabell.



Avkastningen för den svenska aktieportföljen uppgick till 32,9 (-36,4)% jämfört med SIX Return Index, som steg med 34,2 (-35,9)%, vilket var -1,3 (-0,5) procentenheter relativt index. Främsta förklaringen till portföljens underavkastning var aktieurvalet i storbolag.

Vid verksamhetsårets utgång uppgick värdet för onoterade svenska aktier till 259 (171) mkr. Eftersom börsen steg kraftigt under året bidrog innehavet i onoterade svenska aktier negativt till det relativa resultatet. Onoterade svenska aktier avkastade 1,0 (-16,0)%.

Fondens svenska aktieinnehav utgjorde 1,3 (1,4)% av det totala svenska börsvärdet vid årets utgång.

Globala aktieportföljen

Den globala aktieportföljens marknadsvärde uppgick vid årets slut till 57 616 (46 769) mkr. Därav utgjordes 17 571 (15 147) mkr av externt förvaltade medel. Andelen aktivt förvaltade medel har ökat under året. Fondens passiva externa mandat omplacerades under andra halvåret

till semipassiva mandat. Den aktiva risken förväntas därför öka under år 2004. Ytterligare 1 049 mkr allokerades under året till de externa förvaltare som förvaltar aktier i Pacific, exklusive Japan.

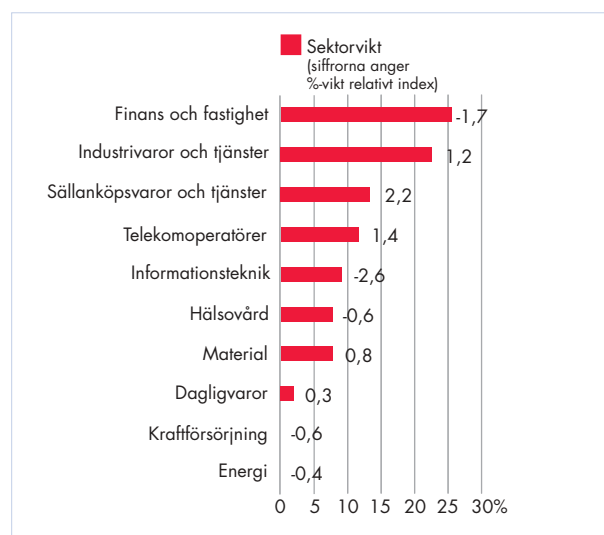
Globala aktieportföljen

	Marknadsvärde mkr, 2003-12-31
Internt förvaltade aktier och aktierelaterade instrument	40 045
Externt förvaltade aktieportföljen	17 571
varav	
Semipassiv extern förvaltning	10 865
Aktiv extern förvaltning	6 706

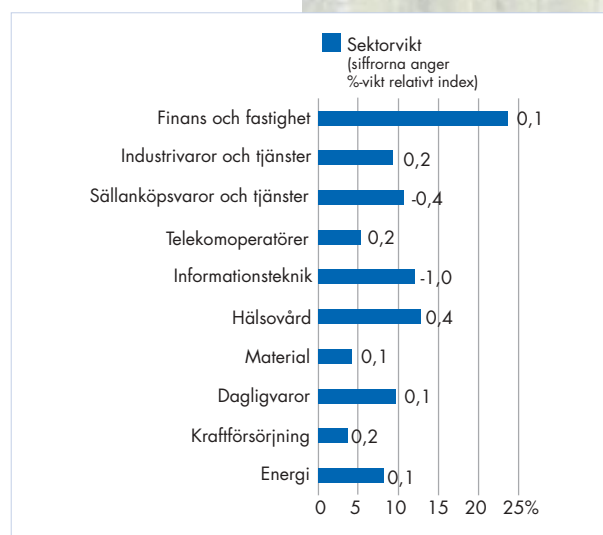
Fördelningen av internt förvaltade aktier och den relativa exponeringen per sektor vid årets slut framgår av nedanstående diagram.

Avkastningen för den globala aktieportföljen uppgick till 9,2 (-35,1)% vilket var -1,0 (-1,5) procentenhet relativt referensindex. Den främsta orsaken till port-

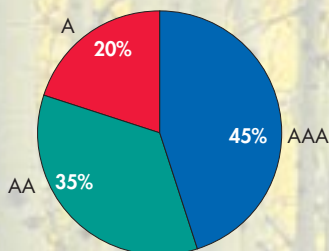
Svenska aktieportföljens sektorfördelning och över- respektive undervikter per 2003-12-31



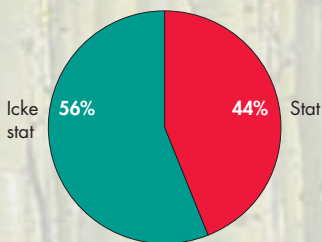
Globala aktieportföljens sektorfördelning och över- respektive undervikter per 2003-12-31



Räntebärande portföljen exkl. kassa fördelad på kreditkategorier, per 2003-12-31



Räntebärande portföljen exkl. kassa fördelad på stat/icke stat emittenter, per 2003-12-31



följens underavkastning var aktieurvalet i den internt förvaltade aktieportföljen. Även sektorallokeringen bidrog något negativt. De aktivt förvaltade externa mandaten bidrog positivt till fondens relativa avkastning under året.

Räntebärande portföljen

De räntebärande tillgångarnas marknadsvärde uppgick vid årets slut till 47 379 (41 332) mkr, inklusive likvida medel. Avkastningen för den räntebärande portföljen uppgick till 4,8 (9,4)% att jämföra med referensindex som steg med 4,3 (9,8)%. Den aktiva förvaltningen av räntebärande värdepapper har därmed överträffat sitt referensindex med god marginal. Främsta förklaringen till portföljens överavkastning är positioner mellan olika marknader och övervikten i svenska kreditobligationer.

Durationen i ränteportföljen uppgick vid årets slut till 4,17 år, vilket var detsamma som durationen i referensindex. Vid årets slut uppgick andelen icke-statliga emittenter till 56 (57)% av den räntebärande portföljen exkl. kassa. Investeringar i utländska kreditobligationer (single A) uppgick vid årsskiftet till ca 3,1 (2,1) mdkr.

Valutaförvaltning

Valutasäkringen av den globala aktieportföljen utförs i enlighet med fondens valutastrategi. Denna valutasäkring har påverkat den absoluta avkastningen med 5,2 (3,7) procentenheter. Aktiv valutaförvaltning har skett i mycket begränsad omfattning och det relativa resultatet var nära noll. Under innevarande år har riskmandaten vidgats för valutahandeln i syfte att bedriva en mer aktiv valutaförvaltning.

Riskhantering

Styrelsen fastställer årligen en riskhanteringsplan för fondens verksamhet. Där beskrivs de huvudsakliga riskerna med verksamheten samt hur dessa risker skall

hanteras. De huvudsakliga riskerna som uppstår i fondens verksamhet är finansiella och operativa risker. De finansiella riskerna består av marknadsrisk, kredit- och motpartrisker samt likviditetsrisker. De operativa riskerna definieras som administrativa risker, IT-risker, andra tekniska risker, legala risker och etiska risker.

Affärs- och Riskkontroll är en oberoende enhet som rapporterar direkt till VD och styrelse. Gruppen har som primär uppgift att tillse att lagstadgade placeringsregler och riskhanteringsplanen efterlevs av verksamheten. Det viktigaste medlet härvidlag är att noggrant mäta och dagligen rapportera avkastning och risk i förhållande till olika index.

Finansiella risker

Fondens placeringsverksamhet har som utgångspunkt att skapa meravkastning i förhållande till index och risk definieras därför relativt index. Valuta-, ränte- och aktiekursrisker hanteras genom styrmedel som aktiv risk, duration och tillåtna avvikelser från indexvikter.

Derivat begränsas både med avseende på nominellt underliggande värde och marknadsrisk. Likviditetsrisker i samband med derivat kontrolleras noggrant. Alla derivatpositioner och därmed sammanhängande risker ingår i den dagliga positions- och riskbevakningen.

Kredit- och motpartsriskerna är beroende av att enskilda motparter kan fullgöra sina åtaganden mot fonden. För hantering av kreditrisker har fonden upprättat individuella limiter per motpart som följs upp kontinuerligt. Kreditriskerna begränsas även genom att placeringar endast tillåts i värdepapper med rating BBB eller högre.

Likviditetsrisker begränsas genom särskilda regler för investeringar i räntebärande tillgångar och noggrann uppföljning av kassatillgodohavanden.

Operativa risker

Det åligger ansvariga chefer i organisationen att i erforderlig omfattning identifiera, begränsa och kontrollera sina enheters operativa risker i enlighet med riskhanteringsplanen.

Det åligger Affärs- och Riskkontroll att sätta upp ramar för de operativa riskerna. Alla chefer har dessutom i uppgift att rapportera dessa risker till Affärs- och Riskkontroll.

Portföljöversikt

På nästa uppslag ges en mer detaljerad översikt av fondens placeringstillgångar med särskild inriktning på avkastning och risk.

Styrelsearbetet

Fjärde AP-fondens styrelse består av nio ordinarie ledamöter utan suppleanter. Ledamöterna utses av regeringen, varav två ledamöter utses efter förslag från arbetsgivarorganisationer och två från arbetstagarorganisationer. Regeringen utser ordförande och vice ordförande bland de ledamöter som utses utan förslag. Verkställande direktören och tjänstemän i fonden deltar vid styrelsens sammanträden som föredragande och sekreterare. Styrelsens sammansättning framgår av sid. 46.

Styrelsen har varit oförändrad under året. Under år 2003 höll styrelsen sex protokollförda sammanträden. Vid ett sjunde sammanträde utförde styrelsen en utvärdering av styrelsearbetet.

Styrelsen ansvarar för fondens organisation och förvaltningen av fondens medel. Styrelsen har fastställt en skriftlig arbetsordning för sitt arbete samt en skriftlig instruktion för verkställande direktören. Dessa grunddokument samt etiska riktlinjer för de anställda och regler för anmälan av finansiella instrument revideras årligen.

Under verksamhetsåret har styrelsen ägnat särskilt stor uppmärksamhet åt den nya ALM-analys som genomförts och de slutsatser – i form av en ny placeringspolicy – som studien föranlett. Ämnet har behandlats vid varje ordinarie styrelsemöte och två särskilda seminarier har arrangerats i sammanhanget. Styrelsen har också särskilt penetrerat och dokumenterat regeringens utvärdering av verksamhetsåret 2002. Dessutom har ett studiebesök och en företagspresentation genomförts i samband med styrelsens sammankomster.

Styrelsen har också, vilket framgår av arbetsordningen, fastställt en verksamhetsplan för år 2004 som inkluderar fastställandet av placeringspolicyn, riskhanteringsplanen och ägarpolicyn, inklusive policy för miljö- och etikhänsyn, samt årsplan med driftkostnadsbudget.

Fondens revisorer rapporterar personligen till styrelsen sina iakttagelser från granskningen och sin bedömning av fondens interna kontroll.



Portföljöversikt

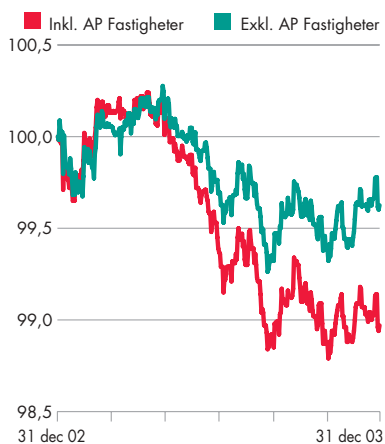
Absolut avkastning

Avkastningen på placeringstillgångar exklusive AP Fastigheter.

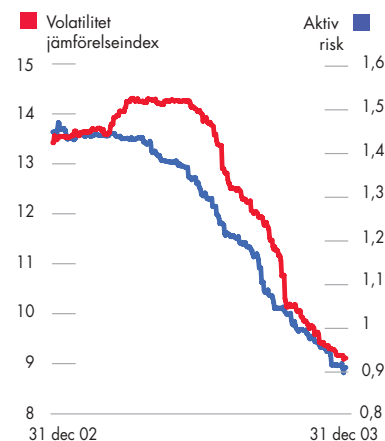


Relativ avkastning

Avkastningen på placeringstillgångar inkl. och exkl. AP Fastigheter relativt jämförelseindex.



Aktiv risk och volatilitet, %



Portföljens aktiva risk beräknad med rullande 12 månaders data har minskat i likhet med volatiliteten på marknaden.

Avkastning per tillgångslag, år 2003

Nedanstående tabell redogör för avkastningen för portföljen och index för respektive tillgångslag samt för totala placeringstillgångar.

Placeringstillgångar	2003			2002		
	Avkastning, % Portfölj	Index	Relativ avkastning	Avkastning, % Portfölj	Index	Relativ avkastning
Svenska aktieportföljen	32,9	34,2	-1,3	-36,4	-35,9	-0,5
Globala aktieportföljen	9,2	10,2	-1,0	-35,1	-33,6	-1,5
Internt förvaltrade	8,3	9,6	-1,3	-35,9	-33,8	-2,1
Externt förvaltrade aktivt	17,8	14,9	2,9	-2,2	-2,7	0,5
Externt förvaltrade semipassivt ¹⁾	9,4	9,6	-0,2	-33,5	-33,8	0,3
Räntebärande portföljen	4,8	4,3	0,5	9,4	9,8	-0,4
Fastigheter	-4,7	-	-	-1,2	-	-
Placeringstillgångar	17,0	18,0	-1,0	-16,8	-16,3	-0,5

Avkastningen på placeringstillgångar exklusive AP Fastigheter uppgick till 17,6 (-17,2) %.

¹⁾ Mandaten omförhandlades under år 2003 från passiv till semipassiv förvaltning.

Risk och riskjusterad avkastning per tillgångslag, år 2003

Nedanstående tabell redogör för risk och riskjusterad avkastning för respektive tillgångslag samt för totala placeringstillgångar.

Placeringstillgångar	Volatilitet, %	Aktiv risk, %	Informationskvot	Sharpe kvot	Betavärde
	12 mån	12 mån	12 mån	12 mån	12 mån
Svenska aktieportföljen	20,7	2,9	neg	1,45	1,01
Globala aktieportföljen	18,4	1,4	neg	0,33	0,97
Internt förvaltrade	19,7	1,7	neg	0,26	0,96
Externt förvaltrade aktivt	18,0	5,0	0,6	0,81	0,95
Externt förvaltrade semipassivt	19,7	1,3	neg	0,31	0,99
Räntebärande portföljen	2,7	0,6	0,8	0,60	0,98
Fastigheter	-	-	-	-	-
Placeringstillgångar	9,0	0,9	neg	1,54	0,95

Absolut value at risk för den totala portföljen uppgår till 1,44 (1,53) %. Det innebär, med 99 % sannolikhet, att placeringstillgångarna inte visar mer än 1,44 % i värdenedgång på daglig basis. Se definitioner på sid. 48-49 för definition av de olika måtten på risk och riskjusterad avkastning.

Räntebärande portföljen exkl. kassa fördelad på kreditkategorier, 2003-12-31

Rating	Marknads- värde, mkr Total	Marknads- värde, mkr Stat	Marknads- värde, mkr Kredit	Andel, %
AAA	20 941	14 818	6 123	45,0
AA	16 420	5 688	10 732	35,0
A	9 291	0	9 291	20,0
Totalt	46 652	20 506	26 146	100,0

Externt förvaltade mandat, år 2003

Tillgångslag	Typ av förvaltning	Region	Jämförelseindex	Förvaltare	Marknadsvärde 2003-12-31	Avkastning, %	Indexavkastning, %	Relativ avkastning, %
Aktier	Semipassiv ¹⁾	Nordamerika	MSCI North America	State Street	3 789	6,3	6,3	0,0
Aktier	Semipassiv ¹⁾	Europa	MSCI Europe	State Street	2 064	14,6	14,7	-0,1
Aktier	Semipassiv ¹⁾	Världen ex Pacific	MSCI World ex Pacific	Merrill Lynch	5 012	9,7	9,6	0,1
Aktier	Aktiv	Pacific ex Japan	MSCI Pacific ex Japan	APS	1 845	34,7	20,2	14,5
Aktier	Aktiv	Pacific ex Japan	MSCI Pacific ex Japan	Capital	1 026	26,1	20,2	5,9
Aktier	Aktiv	Japan	MSCI Japan	Martin Currie	3 835	11,7	12,7	-1,0

¹⁾ Mandaten omförhandlades under år 2003 från passiv till semipassiv förvaltning.

Största aktiva positioner dvs. de största avvikelserna från index i internt förvaltade aktieportföljer, 2003-12-31

Största övervikter, Sverige

Bolag	Aktiv vikt, %	Index vikt, %	Portfölj- ¹⁾ vikt, %
Nordea	2,9	6,8	9,7
Tele 2	2,7	2,5	5,2
SHB	2,7	4,5	7,2
Hennes & Mauritz	2,1	5,4	7,5
SKF	1,8	1,4	3,2

Största övervikter, Globalt

Bolag	Aktiv vikt, %	Index vikt, %	Portfölj- ¹⁾ vikt, %
Wyeth	1,4	0,4	1,8
Microsoft	1,3	1,7	3,0
AstraZeneca	1,3	0,5	1,8
IBM	1,2	1,1	2,3
Eli Lilly	1,1	0,5	1,6

Största undervikter, Sverige

Bolag	Aktiv vikt, %	Index vikt, %	Portfölj- ¹⁾ vikt, %
SEB	-2,1	3,2	1,1
Scania	-1,8	1,8	0,0
Sandvik	-1,8	2,8	1,0
Ericsson	-1,3	9,1	7,8
TeliaSonera	-1,2	7,6	6,4

Största undervikter, Globalt

Bolag	Aktiv vikt, %	Index vikt, %	Portfölj- ¹⁾ vikt, %
Intel	-1,2	1,4	0,2
Johnson & Johnson	-0,7	1,0	0,3
Merck	-0,7	0,7	0,0
Nokia	-0,5	0,5	0,0
Dell	-0,5	0,5	0,0

¹⁾ Portföljen inkluderar inte derivat eller noterade aktier.

Valutaexponering, 2003-12-31

mkr	USD	EUR	GBP	JPY	Övriga	Summa
Aktier och andelar	31 006	7 703	5 073	3 770	4 450	52 002
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	8 595	7 162	4 760	4 170	0	24 687
Derivatinstrument exkl. valutaderivat	83	-187	8	53	0	-43
Valutaderivat	-33 177	-2 096	-10 503	-6 613	-1 424	-53 813
Övriga fordringar och skulder, netto	137	73	46	190	49	495
Exponering genom SEK noterade bolag med utländsk hemvist ¹⁾ samt fördelning av indexfonder	927	488	2 989	2	-2 647	1 759
Valutaexponering, netto	7 571	13 143	2 373	1 572	428	25 087

Valutaexponering, 2002-12-31

mkr	USD	EUR	GBP	JPY	Övriga	Summa
Aktier och andelar	23 585	7 859	4 193	3 233	2 481	41 351
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	8 031	6 459	4 188	3 852	0	22 530
Derivatinstrument exkl. valutaderivat	-3	-154	-21	5	0	-173
Valutaderivat	-26 625	-5 926	-9 135	-6 487	0	-48 173
Övriga fordringar och skulder, netto	104	65	68	381	165	783
Exponering genom SEK noterade bolag med utländsk hemvist ¹⁾ samt fördelning av indexfonder	-25	792	3 097	0	-1 057	2 807
Valutaexponering, netto	5 067	9 095	2 390	984	1 589	19 125

¹⁾ AstraZeneca är det största innehavet med utländsk hemvist

Resultaträkning

mkr	Not	2003	2002
Rörelsens intäkter			
Erhållna utdelningar		1 704	1 332
Räntenetto	1	2 659	2 944
Realisationsresultat, netto	2	-5 426	-12 228
Valutakursresultat, netto		-2 841	-1 632
Orealiserade värdoförändringar	3	23 454	-13 232
Summa rörelsens intäkter		19 550	-22 816
Rörelsens kostnader			
Externa förvaltningskostnader	4	-69	-19
Personalkostnader	5	-73	-64
Övriga förvaltningskostnader	6	-74	-82
Summa rörelsens kostnader		-216	-165
Årets resultat		19 334	-22 981

Balansräkning

mkr	Not	2003-12-31	2002-12-31
TILLGÅNGAR			
Placeringsstillgångar			
Aktier och andelar, noterade	7	81 185	65 353
Aktier och andelar, onoterade	8	3 505	3 725
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	9	46 035	41 168
Derivatinstrument	10	3 564	1 806
Summa placeringsstillgångar		134 289	112 052
Fordringar och andra tillgångar			
Kassa och bankmedel		398	749
Övriga tillgångar	11	66	2 514
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	12	1 387	1 335
Summa fordringar och andra tillgångar		1 851	4 598
Summa tillgångar		136 140	116 650
FONDKAPITAL OCH SKULDER			
Fondkapital			
Ingående fondkapital		113 605	131 585
Nettobetalingar mot pensionssystemet	13	2 143	1 984
Överfört från särskilda förvaltningen och avvecklingsfonden	14	424	3 017
Årets resultat		19 334	-22 981
Summa fondkapital		135 506	113 605
Skulder			
Derivatinstrument	10	367	381
Övriga skulder	15	26	2 525
Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader	16	241	139
Summa skulder		634	3 045
Summa fondkapital och skulder		136 140	116 650
INOM LINJEN POSTER			
Panter och därmed jämförliga säkerheter ställda för egna skulder	17	0	3 347
Övriga ställda panter och jämförliga säkerheter	18	837	897
Åtaganden	19	602	219

Redovisnings- och värderingsprinciper

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

Ändrade redovisningsprinciper

Från och med år 2003 tillämpas netto-redovisning av kvittningsbara fordringar och skulder, främst repor. Buffertfonderna har under år 2003 överenskommit om gemensamma rubriceringar och klassificeringar av rörelsens kostnader, vilka har tillämpats.

Jämförelsesiffrorna har omräknats i enlighet med de nya principerna.

Affärsdagsredovisning

Transaktioner på penning- och obligationsmarknaden, aktiemarknaden och valutamarknaden redovisas i balansräkningen per affärsdagen, det vill säga vid den tidpunkt då de väsentliga rättigheterna och därmed riskerna övergår mellan parterna. Fordran på eller 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 skulden och en del som är orsakad av valutakursförändringen. Både realiserade och orealiserade värdeförändringar till följd av förändring i valutakurser redovisas i resultaträkningen under valutakursresultat, netto.

Aktier och andelar

Aktier och andelar värderas till verkligt värde. För aktier noterade på en auktoriserad börs används i första hand den senaste betalkursen i lokal valuta under årets sista handelsdag, i andra hand den senaste köpkursen. Aktierna redovisas under den marknadsplats där de har för-

värvats. 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 verkligt värde. Verkligt värde skall i första hand vara baserat på transaktioner med tredje part, men även andra värderingsmetoder kan i vissa fall användas.

Vid beräkning av realisationsvinster och realisationsförluster har genomsnittsmetoden använts.

Obligationer och andra räntebärande värdepapper

Obligationer och andra räntebärande värdepapper 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.

Realisationsresultatet och orealiserade värdeförändringar utgörs av skillnaden mellan genomsnittligt upplupet anskaffningsvärde och försäljningsvärde/verkligt värde. Det upplupna anskaffningsvärdet är det diskonterade nuvärdet av framtida betalningar där diskonteringsräntan utgörs av den effektiva räntan vid anskaffningstidpunkten. Detta innebär att förvärvade över- och undervärden periodiseras under återstående löptid eller till nästa räntjusteringstillfälle. Förändringar av det upplupna anskaffningsvärdet redovisas som ränteintäkt.

Återköpstransaktioner

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

Derivatinstrument

Derivatinstrument värderas till verkligt värde. Derivatstransaktioner med positivt marknadsvärde per balansdagen redovisas som placeringstillgångar medan tran-

saktioner med negativt marknadsvärde redovisas som skulder. Skillnaden mellan terminskurs och avistakurs för valuta-terminer periodiseras linjärt över terminskontraktets löptid och redovisas som ränta.

Inventarier

Inventarier redovisas till anskaffningsvärde efter avdrag för ackumulerade avskrivningar enligt plan. Datorutrustning skrivs av på tre år, medan övriga inventarier skrivs av på fem år. Restvärdet per balansdagen redovisas under övriga tillgångar. Investeringar i såväl egenutvecklad som förvärvad programvara kostnadsförs löpande.

Poster som redovisas direkt mot fondkapitalet

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

Rörelsens kostnader

Samtliga förvaltningskostnader, exklusive direkta transaktionskostnader såsom courtage, redovisas under rörelsens kostnader. Detta innebär att samtliga kostnader för extern förvaltning, oavsett om de faktureras eller dras från det förvaltade kapitalet, redovisas under rubriken externa förvaltningskostnader.

Eftersom Fjärde AP-fonden är avregistrerad från skattskyldighet för mervärdesskatt, då fonden inte anses utgöra näringsidkare, så har fonden inte rätt att återfå erlagd mervärdesskatt. Erlagd mervärdesskatt redovisas tillsammans med respektive kostnadspost.

Inkomstskatter

Fjärde AP-fonden är befriad från all inkomstskatt vid placeringar i Sverige. Vid placeringar utanför Sverige varierar skattskyldigheten från land till land.

Noter till resultat- och balansräkning

mkr, där ej annat anges

NOT 1

Räntenetto

	2003	2002
<i>Ränteintäkter</i>		
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	1 693	1 902
Derivatinstrument	1 508	1 309
Övriga ränteintäkter	4	16
Summa ränteintäkter	3 205	3 227
<i>Räntekostnader</i>		
Derivatinstrument	-544	-261
Övriga räntekostnader	-2	-22
Summa räntekostnader	-546	-283
Räntenetto	2 659	2 944

NOT 2

Realisationsresultat, netto

	2003	2002
Aktier och andelar	-6 010	-12 379
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	598	93
Derivatinstrument	-14	58
Realisationsresultat, netto	-5 426	-12 228

NOT 3

Orealiserade värdeförändringar

	2003	2002
Aktier och andelar	24 196	-14 707
Obligationer och andra räntebärande tillgångar	-800	1 457
Derivatinstrument	58	18
Orealiserade värdeförändringar	23 454	-13 232

NOT 4

Externa förvaltningskostnader

	2003	2002
Aktiva förvaltningsuppdrag, noterade aktier	42	1
Semipassiva förvaltningsuppdrag, noterade aktier	12	9
Aktiva förvaltningsuppdrag, onoterade aktier och andelar	15	9
Summa externa förvaltningskostnader	69	19

NOT 5

Personalkostnader

tkr	2003	2002
<i>Löner och arvoden</i>		
Styrelseordförande	100	100
Övriga styrelsen	425	425
VD	1 884	1 805
Övriga ledningsgruppen	5 924	5 732
Övriga anställda	32 250	30 030
Summa löner och arvoden	40 583	38 092
<i>Reserverat för rörlig ersättning</i>		
VD	0	0
Övriga ledningsgruppen	261	0
Övriga anställda	2 001	0
Summa rörlig ersättning	2 262	0
<i>Pensionskostnader</i>		
VD	1 876	2 653
Övriga ledningsgruppen	1 967	1 376
Övriga anställda	6 897	5 652
Summa pensionskostnader	10 740	9 681
<i>Sociala kostnader</i>	15 971	14 113
<i>Övriga personalkostnader</i>	2 967	2 046
Summa personalkostnader	72 523	63 932

Löner och arvoden

Styrelsearvoden fastställs av regeringen. Styrelsen fastställer anställningsvillkoren för VD och vVD, efter beredning av styrelsens ordförande och vice ordförande. Ersättning till VD och övriga i ledningsgruppen utgörs av grundlön och rörlig ersättning.

Rörliga ersättningar

Bonusplanen har fastställts av styrelsen. Planen omfattade samtliga anställda, med anställning över sex månader. Bonusvillkoren för VD och vVD fastställdes av styrelsen. Den grundläggande principen var att bonus skall utgå för överavkastning i förhållande till referensindex eller speciella prestationer definierade i förväg. Bonuspotentialen för helår varierar mellan två och sex månadslöner. Posten rörlig ersättning avser reserveringar för år 2003. Rörliga ersättningar kommer att utbetalas under år 2004, efter det att årsredovisningen fastställts av styrelsen och avkastningsberäkningarna granskats av fondens revisorer. För år 2002 utgick ingen rörlig ersättning.

fortsättning Not 5

Pensioner och liknande förmåner

Verkställande direktörens anställningsavtal innehåller särskilda bestämmelser om pensionsförmåner och avgångsvederlag. Avtalet innebär i huvudsak pensionsrätt vid 58 år, med en ersättning motsvarande 75 % av lönen vid pensionstillfället fram till 65 års ålder. VD har dessutom rätt till avgångsvederlag motsvarande två årslöner.

Övriga i ledningsgruppen har individuella anställningsavtal. vVD har pensionsrätt vid 63 års ålder, med en ersättning motsvarande 75 % av lönen vid pensionstillfället fram till 65 års ålder. För ledningsgruppen varierar rätten till avgångsvederlag från bankavtalets bestämmelser upp till 12 månadslöner.

Pensionsförpliktelser för de särskilda åtagandena för VD och vVD uppgår till 9 264 tkr. Såväl VD som vVD har genom s.k. lönevaxling sänkt ursprungligt avtalad pensionsålder med två år och i stället avstått från motsvarande löneförhöjningar.

Anställda

Medelantalet anställda uppgick till 49 (46) varav 20 (20) kvinnor. Vid räkenskapsårets utgång var antalet anställda 53 (52). Ledningsgruppen har under båda åren bestått av fem personer, varav två kvinnor.

Sjukfrånvaron uppgick under året till 4,1 (5,6) % av ordinarie arbetstid, varav för kvinnor 7,5 % och för män 1,3 %. 3,0 % av frånvaron varade i 60 dagar eller mer. Sjukfrånvaron för anställda i åldrarna 29 år eller yngre uppgick till 1,2 %, i åldrarna 30 - 49 år till 4,7 % och för anställda äldre än 50 år till 1,3%.

NOT 6

Övriga förvaltningskostnader

	2003	2002
Avskrivningar på inventarier	4	5
Depåkostnader	23	28
Informations- och datakostnader	22	24
Köpta tjänster	11	11
Lokalkostnader	10	10
Övriga förvaltningskostnader	4	4
Summa övriga förvaltningskostnader	74	82

Vissa omklassificeringar har skett från föregående år.

I posten köpta tjänster ingår ersättning till revisionsbolagen med:

	2003	2002
Revisionsuppdrag, Öhrlings PwC	0,7	1,0
Revisionsuppdrag, KPMG	0,1	0,2
Andra uppdrag, Öhrlings PwC	0,2	0,2
Andra uppdrag, KPMG	0,0	0,1
Summa ersättning till revisionsbolagen	1,0	1,5

NOT 7

Aktier och andelar, noterade

	2003-12-31		2002-12-31	
	Verkligt värde	Anskaffningsvärde	Verkligt värde	Anskaffningsvärde
Noterade svenska aktier, intern förvaltning ¹⁾	29 208	31 610	24 002	37 543
Noterade utländska aktier, intern förvaltning ¹⁾	34 553	37 864	26 571	36 160
Noterade utländska aktier, aktiv extern förvaltning ¹⁾	6 559	5 970	4 459	4 594
Andelar i utländska indexfonder ¹⁾	10 865	12 844	10 321	13 195
Summa aktier och andelar, noterade	81 185	88 288	65 353	91 492

¹⁾ Specifikation av innehaven återfinns på sid 40-45.

²⁾ Specifikation återfinns på fondens hemsida samt kan rekvireras från fonden.

NOT 8

Aktier och andelar, onoterade

	2003-12-31		2002-12-31	
	Verkligt värde	Anskaffningsvärde	Verkligt värde	Anskaffningsvärde
Onoterade svenska aktier och andelar	3 480	3 509	3 725	3 863
Onoterade utländska aktier och andelar	25	25	0	0
Summa aktier och andelar, onoterade	3 505	3 534	3 725	3 863

Specifikation av innehaven återfinns på sid 45.

NOT 9

Obligationer och andra räntebärande tillgångar

	2003-12-31		2002-12-31	
	Verkligt värde	Upplupet ansk.värde	Verkligt värde	Upplupet ansk.värde
<i>Fördelning per emittentkategori</i>				
Svenska staten	6 060	5 975	7 628	7 451
Svenska kommuner	47	50	1	1
Svenska bostadsinstitut	12 993	12 909	8 974	8 820
Övriga svenska finansiella företag	1 472	1 466	729	723
Svenska icke-finansiella företag	561	548	728	717
Utländska stater	13 033	13 898	7 834	7 853
Övriga utländska emittenter	11 869	13 244	15 274	15 992
Summa räntebärande tillgångar	46 035	48 090	41 168	41 557
<i>Fördelning per instrumenttyp</i>				
Obligationer	44 629	46 687	40 155	40 546
Förlagslån	77	74	72	70
Dagslån	1 329	1 329	941	941
Summa räntebärande tillgångar	46 035	48 090	41 168	41 557

NOT 10**Derivatinstrument**

	2003-12-31	
	Nominella belopp	Verkligt värde Positivt Negativt
Aktieterminer varav clearat	2 456 2 456	70 37 70 37
Ränterelaterade instrument:		
Swappar	21 233	226 168
FRA / Terminer	30 391	42 55
Summa ränterelaterade instrument	51 624	268 223
varav clearat	30 391	42 55
Valutaterminer	71 623	3 226 107
Summa derivatinstrument	125 703	3 564 367
varav clearat	32 847	112 92

NOT 11**Övriga tillgångar**

	2003-12-31	2002-12-31
Fordringar sålda ej likviderade tillgångar	58	76
Inventarier	5	7
Repor	0	2 431
Övriga fordringar	3	0
Summa övriga tillgångar	66	2 514

NOT 12**Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter**

	2003-12-31	2002-12-31
Upplupna ränteintäkter	1 315	1 278
Upplupna utdelningar och restitutioner	66	51
Övrigt	6	6
Summa	1 387	1 335

NOT 13**Nettobetalningar mot pensionssystemet**

	2003-12-31	2002-12-31
Erhållna ålderspensionsavgifter m.m. från RFV	41 481	40 186
Utbetalda tilläggs pensionsmedel m.m. till RFV	-39 057	-37 939
Administrationsersättning till RFV	-281	-263
Nettobetalningar mot pensionssystemet	2 143	1 984

NOT 14**Överfört från särskilda förvaltningen och avvecklingsfonden**

	2003-12-31	2002-12-31
Första AP-fondens avvecklingsfond	394	3 017
Fjärde AP-fondens särskilda förvaltning	30	0
Summa	424	3 017

Första AP-fondens avvecklingsfond förvaltar 5 214 (6 511) mkr per balansdagen.

Fjärde AP-fondens särskilda förvaltning förvaltar 1 291 (1 377) mkr per balansdagen.

Årsredovisningarna kan rekvireras hos Första respektive Fjärde AP-fonden.

NOT 15**Övriga skulder**

	2003-12-31	2002-12-31
Leverantörsskulder	4	3
Avsatt till pensioner	9	7
Repor	0	2 431
Skulder köpta ej likviderade tillgångar	7	65
Övriga skulder	6	19
Summa övriga skulder	26	2 525

NOT 16**Förutbetalda intäkter och upplupna kostnader**

	2003-12-31	2002-12-31
Upplupna räntekostnader	202	127
Upplupna personalkostnader	6	3
Upplupna externa förvaltningskostnader	29	1
Övriga upplupna kostnader	4	8
Summa	241	139

NOT 17**Panter och därmed jämförliga säkerheter ställda för egna skulder**

	2003-12-31	2002-12-31
Överförda obligationer vid repor	0	3 347

NOT 18**Övriga ställda panter och jämförliga säkerheter**

	2003-12-31	2002-12-31
Obligationer ställda som säkerheter för terminsaffärer	837	897

NOT 19**Åtaganden**

	2003-12-31	2002-12-31
Beviljade, ej ianspråkta kapitalinvesteringar	602	219

Stockholm den 12 februari 2004

Birgit Friggebo
Ordförande

Karl-Olof Hammarkvist
Vice ordförande

Göran Johnsson

Marianne Nivert

Sture Nordh

Inga Persson

Ilmar Reepalu

Ulla Reinius

Carl Wilhelm Ros

Thomas Halvorsen
Verkställande direktör

Vår revisionsberättelse har avgivits

Stockholm den 12 februari 2004

Anna Hesselman
Auktoriserad revisor

Anders Bäckström
Auktoriserad revisor

Revisionsberättelse

för Fjärde AP-fonden (Org nr 802005-1952)

Vi har granskat årsredovisningen och bokföringen samt styrelsens förvaltning i Fjärde 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 revisionssed 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 Fjärde AP-fondens resultat och ställning i enlighet med god redovisningssed i Sverige.

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

Vi tillstyrker att resultaträkningen och balansräkningen fastställs.

Stockholm den 12 februari 2004

Anna Hesselman
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Anders Bäckström
Auktoriserad revisor
Förordnad av regeringen

Aktier och andelar

Aktier och andelar, noterade

Noterade svenska aktier, intern förvaltning

Bolag, 2003-12-31	Antal	Verkligt värde mkr	Procentandel av	
			aktiekapital	röster
Addtech B	1 075 775	42	4,06	2,95
Alfa Laval	4 291 700	470	3,84	3,84
Altima	42 300	3	0,41	0,41
Anoto Group	4 871 794	83	4,13	4,13
Assa Abloy B	7 488 400	640	2,05	1,39
AstraZeneca ¹⁾	4 516 250	1 583	0,37	0,37
Atlas Copco	3 165 600	803	1,51	1,82
A	2 617 600			
B	548 000			
Axis	3 320 700	56	4,82	4,82
Beijer Alma B	118 000	8	1,31	0,62
Bergman & Beving B	1 075 775	49	3,76	2,79
Biacore International	291 075	49	2,99	2,99
Biolnvent International	1 370 550	14	4,65	4,65
Capio	3 246 900	188	4,18	4,18
Castellum	1 121 000	191	2,61	2,61
Clas Ohlson B	724 390	137	2,21	1,23
Electrolux B ²⁾	7 778 400	1 229	2,40	1,88
Ericsson B	168 458 300	2 173	1,04	0,03
FöreningsSparbanken A	6 319 600	894	1,20	1,20
Gefinge B	4 672 000	322	2,31	1,44
Hennes & Mauritz B ²⁾	14 583 900	2 494	1,76	0,86
Holmen	655 000	168	0,82	0,74
A	160 000			
B	495 000			
Industrivärden A	2 446 500	296	1,27	1,75
Intentia International B	4 097 700	30	3,73	2,92
Investor	7 771 900	540	1,01	0,42
A	820 000			
B	6 951 900			
JM	769 200	82	2,74	2,74
Karo Bio	829 120	25	4,91	4,91
Kinnevik B	2 810 600	663	4,47	1,51
Metro International	8 675 400	114	1,65	2,49
A	6 566 300			
B	2 109 100			
MTG B	2 848 000	431	4,29	1,38
Munters	668 380	116	2,67	2,67
NCC A	423 000	23	0,39	0,67
Nordea	50 106 590	2 706	1,71	1,71
Precise Biometrics A	2 250 000	5	6,32	6,32
Sandvik	1 171 900	291	0,45	0,45
SCA	3 618 009	1 064	1,54	2,76
A	1 432 500			
B	2 185 509			
SEB A	2 807 400	297	0,40	0,41
Seco Tools B	219 000	60	0,76	0,20
Securitas B	9 176 609	890	2,51	1,77
SHB ²⁾	14 932 985	2 191	2,09	2,14
A	13 944 985			
B	988 000			
Skandia	5 111 808	134	0,50	0,50
Skanska	5 195 544	330	1,24	0,90
A	116 000			
B	5 079 544			
SKF ²⁾	3 642 100	1 013	3,20	2,66
A	506 000			
B	3 136 100			
SSAB	2 175 800	277	2,16	2,26
A	1 695 800			
B	480 000			

¹⁾ Vid beräkning av procentandel av aktiekapital och röster har även innehav förvärvade på utländsk börs medräknats.

²⁾ Ingår i både svenska och globala aktieportföljerna.

forts. från föregående sida

Bolag, 2003-12-31	Antal	Verkligt värde mkr	Procentandel av	
			aktiekapital	röster
Swedish Match ²⁾	11 150 400	819	3,17	3,17
Tele 2 B	3 792 150	1 456	2,57	1,11
Teleca B	2 940 210	100	4,81	4,39
Telelogic	9 534 000	110	4,66	4,66
TeliaSonera ²⁾	48 817 000	1 836	1,04	1,04
Transcom	3 335 000	97	4,76	1,99
A	700 000			
B	2 635 000			
Volvo ²⁾	7 484 795	1 616	1,70	2,26
A	3 417 427			
B	4 067 368			
Summa verkligt värde, noterade svenska aktier, intern förvaltning		29 208		
Summa anskaffningsvärde, noterade svenska aktier, intern förvaltning		31 610		

¹⁾ Vid beräkning av procentandel av aktiekapital och röster har även innehav förvärvade på utländsk börs medräknats.

²⁾ Ingår i både svenska och globala aktieportföljerna.

Noterade utländska aktier, intern förvaltning

Ägarandel i samtliga utländska innehav uttryckt i röster och kapital understiger 1%.

Frankrike

Bolag, 2003-12-31	Antal	Verkligt värde mkr
AXA	948 000	146
BNP Paribas	618 800	280
Credit Agricole	1 024 968	176
France Telecom	400 000	82
JC Decaux	1 868 500	220
L'Oréal	532 856	314
Lagardère	583 999	243
Pernod-Ricard	74 880	60
Peugeot Citroën	496 600	182
Sanofi-Synthelabo	226 200	123
Suez	326 000	47
Total	288 200	386
Summa verkligt värde		2 259
Summa anskaffningsvärde		2 093

Italien

Bolag, 2003-12-31	Antal	Verkligt värde mkr
Enel	3 383 200	166
Eni	1 372 200	186
Telecom Italia	7 700 000	164
Telecom Italia Mobile	2 550 000	100
UniCredito	2 289 800	89
Summa verkligt värde		705
Summa anskaffningsvärde		732

Kanada

Bolag, 2003-12-31	Antal	Verkligt värde mkr
EnCana	304 300	86
Summa verkligt värde		86
Summa anskaffningsvärde		87

Nederländerna

Bolag, 2003-12-31	Antal	Verkligt värde mkr
Fortis	862 700	125
KPN	2 850 000	158
Royal Dutch Petroleum	844 040	320
TPG	1 220 200	206
Summa verkligt värde		809
Summa anskaffningsvärde		939

Schweiz

Bolag, 2003-12-31	Antal	Verkligt värde mkr
Logitech International	45 000	14
Nestlé	271 242	487
Novartis	278 695	91
Roche	612 600	445
Swiss Re	369 900	180
UBS	686 500	338
Zurich Financial Services	132 500	137
Summa verkligt värde		1 692
Summa anskaffningsvärde		1 699

Spanien

Bolag, 2003-12-31	Antal	Verkligt värde mkr
BBVA	1 062 400	105
Endesa	1 384 200	192
Iberdrola	1 039 600	148
Repsol YPF	474 700	67
BSCH	3 086 300	263
Telefonica	510 000	54
Summa verkligt värde		829
Summa anskaffningsvärde		702

Storbritannien

Bolag, 2003-12-31	Antal	Verkligt värde mkr
AstraZeneca	1 892 154	653
Aviva	1 869 600	118
BHP Billiton	2 410 600	152
BOC Group	1 013 900	111
BP	7 438 000	434
BT Group	8 000 000	194
Diageo	3 318 321	314
GlaxoSmithKline	2 553 670	421
HBOS	2 868 800	267
HSBC Holdings	4 870 500	551
Kingfisher	9 285 692	333
National Grid Transco	1 333 400	69
Reckitt Benckiser	499 104	81
Rio Tinto	1 016 800	202
Royal Bank of Scotland	1 732 800	367
Shell	2 288 100	122
Smith & Nephew	1 108 050	67
Smiths Group	1 592 600	136
Tesco	6 155 000	204
Vodafone Group	15 500 000	277
Summa verkligt värde		5 073
Summa anskaffningsvärde		5 384

Tyskland

Bolag, 2003-12-31	Antal	Verkligt värde mkr
BASF	445 000	180
BMW	325 020	109
E.ON	530 900	249
MAN	116 300	25
RWE	667 900	190
Siemens	450 600	260
Summa verkligt värde		1 013
Summa anskaffningsvärde		960

USA

Bolag, 2003-12-31	Antal	Verkligt värde mkr
Abbott Laboratories	616 850	207
Accenture A	1 820 000	345
AIG	917 000	437
Alcoa	552 000	151
Allstate	632 400	196
Altria	427 000	167
American Express	450 600	156
Amgen	567 200	252
Anadarko Petroleum	103 100	38
AT&T Wireless Services	2 600 000	150
Automatic Data Processing	820 000	234
Bank of America	658 500	381
Bank of New York	903 300	215
BellSouth	280 000	57
Biovail	436 800	68
Boeing	200 900	61
Capital One Financial	335 300	148
Caremark Rx	142 800	26
Charter One Financial	650 700	162
ChevronTexaco	535 800	333
Cisco Systems	1 460 000	255
Citigroup	2 239 200	782
Coca-Cola	537 000	196
Colgate-Palmolive	559 000	201

forts. nästa sida

forts. från föregående sida

Bolag, 2003-12-31	Antal	Verkligt värde mkr
Commerce Bancorp	370 900	141
ConocoPhillips	248 000	117
Countrywide Financial	236 267	129
CVS	926 000	241
Danaher	348 500	230
Deere	226 600	106
Dominion Resources	402 900	185
Dow Chemical	757 000	227
Du Pont	653 400	216
Duke Energy	446 900	66
EchoStar Communications	600 000	147
Electronic Arts	988 000	340
Eli Lilly	1 126 200	570
Emerson Electric	455 100	212
Exxon Mobil	2 531 200	747
Fannie Mae	488 500	264
FedEx	346 800	169
First Data	1 600 000	473
General Electric	3 925 200	875
Grainger	269 300	92
Hewlett-Packard	350 000	58
Home Depot	1 705 451	436
IBM	1 233 500	823
Illinois Tool Works	435 500	263
Ingersoll-Rand	498 400	244
Intel	310 000	72
International Paper	479 500	149
Johnson & Johnson	256 500	95
J.P. Morgan Chase	363 300	96
KB HOME	539 000	281
Liz Claiborne	843 700	215
Mattel	1 705 000	236
MBNA	507 350	91
McGraw-Hill	560 400	282
Medtronic	468 700	164
Merrill Lynch	730 200	308
Microsoft	5 395 000	1 069
Morgan Stanley	544 300	227
3M	312 800	191
Occidental Petroleum	323 800	98
Oracle	3 643 000	346
PepsiCo	352 000	118
Pfizer	2 661 600	677
Procter & Gamble	302 000	217
Prudential Financial	601 800	181
SBC Communications	1 700 000	319
Symantec	1 230 000	305
Target	896 000	248
Time Warner	704 200	91
Travelers Property Casualty	1 110 000	134
Tyco International	956 800	183
UnitedHealth Group	224 000	94
U.S. Bancorp	1 569 200	336
Verizon Communications	1 370 000	346
Viacom B	474 700	152
Wachovia	1 030 400	346
Walgreen	1 172 000	307
Wal-Mart Stores	865 000	330
Wells Fargo	971 500	412
Weyerhaeuser	329 100	152
Wyeth	2 063 191	630
Summa verkligt värde		22 087
Summa anskaffningsvärde		25 268
Summa verkligt värde, noterade utländska aktier, intern förvaltning		34 553
Summa anskaffningsvärde, noterade utländska aktier, intern förvaltning		37 864

Andelar i utländska indexfonder

Indexfond, 2003-12-31	Antal	Verkligt värde mkr
State Street Europe Enhanced Fund	2 103 491	2 064
State Street MSCI North America ex-REIT Enhanced Fund	50 096 203	3 789
Merrill Lynch World Index Fund	74 452 385	5 012
Summa verkligt värde, andelar i utländska indexfonder		10 865
Summa anskaffningsvärde, andelar i utländska indexfonder		12 844

Aktier och andelar, onoterade

Onoterade svenska aktier och andelar

Bolag, 2003-12-31	Org.nr	Antal	Anskaffningsvärde mkr	Procentandel av	
				aktiekapital	röster
AP Fastigheter Holding AB ¹⁾	556650-4196	1 000 000	3 221	25,0	25,0
Innoventus AB	556602-2728	2 100	1	15,0	15,0
Summa anskaffningsvärde			3 222		
Summa verkligt värde			3 222		

¹⁾ Bolaget, som är under namnändring, ägs till lika delar av Första – Fjärde AP-fonderna och är fr o m december 2003 ägare till AP Fastigheter AB. Villkorat aktieägartillskott ingår i anskaffningsvärdet med 3 121 mkr.

Andelar svenska kommanditbolag

Bolag, 2003-12-31	Org.nr	Anskaffningsvärde mkr	Procentandel av insatt kapital
Accent Equity 2003 KB	969694-7739	10	20,6
BrainHeart Capital KB	969674-4102	175	21,5 ¹⁾
HealthCap Annex Fund I - II KB	969690-2049	22	19,8
HealthCap IV KB	969683-6650	11	13,3 ¹⁾
Innoventus Life Science I KB	969677-8530	14	16,3
Northern Europe Private Equity KB (EQT 3)	969670-3405	55	10,3 ¹⁾
Summa anskaffningsvärde		287	
Summa verkligt värde		258	

¹⁾ Fjärde AP-fondens andel av de totala åtagandena är i BrainHeart 19,4 %, i HealthCap IV 1,7 % och i EQT 3 0,5 %.

Andelar utländska kommanditbolag

Storbritannien

Bolag, 2003-12-31	Anskaffningsvärde mkr	Procentandel av insatt kapital
European Strategic Partners II	25	4,1
Summa anskaffningsvärde	25	
Summa verkligt värde	25	
Summa verkligt värde, onoterade aktier och andelar	3 505	
Summa anskaffningsvärde, onoterade aktier och andelar	3 534	



Birgit Friggebo



Karl-Olof Hammarkvist



Göran Johnsson



Marianne Nivert



Sture Nordh



Inga Persson



Ilmar Reepalu



Ulla Reinius



Carl Wilhelm Ros

Styrelse och revisorer

Styrelse

Birgit Friggebo

Född 1941, ordförande sedan 2000.

Övriga styrelseuppdrag: Ordförande i Operahögskolan.

Ledamot i Domstolsverket.

Karl-Olof Hammarkvist

Professor, född 1945, vice ordförande sedan 2000.

Övriga styrelseuppdrag: Ledamot i Stiftelsen för Finansforskning, Försäkringsaktiebolaget Skandia och Kapitalmarknadsgruppen.

Göran Johnsson

Förbundsordförande Svenska Metallindustriarbetareförbundet, född 1945, ledamot sedan 1997, suppleant 1993-1996.

Övriga styrelseuppdrag: Vice ordförande i Europeiska Metall och Nordiska Metall.

Ledamot i FöreningsSparbanken, Stiftelsen för strategisk forskning, Landsorganisationen i Sverige och Stiftelsen Kvinnoforum.

Suppleant: Socialdemokraternas Partistyreelse och verkställande utskott.

Marianne Nivert

Direktör, född 1940, ledamot sedan 2000.

Övriga styrelseuppdrag: Ordförande i Posten AB.

Ledamot i SSAB, Beijer & Alma AB, Huddinge Universitetssjukhus AB, Lennart Wallenstam Byggnads AB, Stiftelsen Chalmers Tekniska Högskola AB, Studieförbundet Näringsliv, Samhälle AB och Svensk Exportkredit AB.

Sture Nordh

Ordförande TCO, född 1952, ledamot sedan 1999.

Övriga styrelseuppdrag: Ledamot i Vinnova, Folksam Liv, Arbetsmarknadsstyrelsen och Europafacket.

Inga Persson

Professor, född 1945, ledamot sedan 2000.

Övriga uppdrag: Prorektor och ledamot i Lunds Ekonomihögskolas styrelse.

Ilmar Reepalu

Kommunalråd Malmö, född 1943, ledamot sedan 2000.

Övriga styrelseuppdrag: Ordförande i Svenska Kommunförbundet.

Ledamot i Sydkraft AB, Förenade kommunföretag AB, Att Veta AB och Position Skåne AB.

Ulla Reinius

Direktör Finansfakta R AB, född 1937, ledamot sedan 2000.

Övriga styrelseuppdrag: Ledamot i Kungliga Operan, INCA AB och KPAs Ethiska Råd.

Carl Wilhelm Ros

Direktör, född 1941, ledamot sedan 1994.

Övriga styrelseuppdrag: Ordförande i Dahl International, Martin Olsson AB och Catella Property AB.

Ledamot i INGKA (IKEA) Holding, Bonnier AB, SEB, Camfil AB, IKAB och Profil-Gruppen.

Revisorer

Anna Hesselman

Auktoriserad revisor.

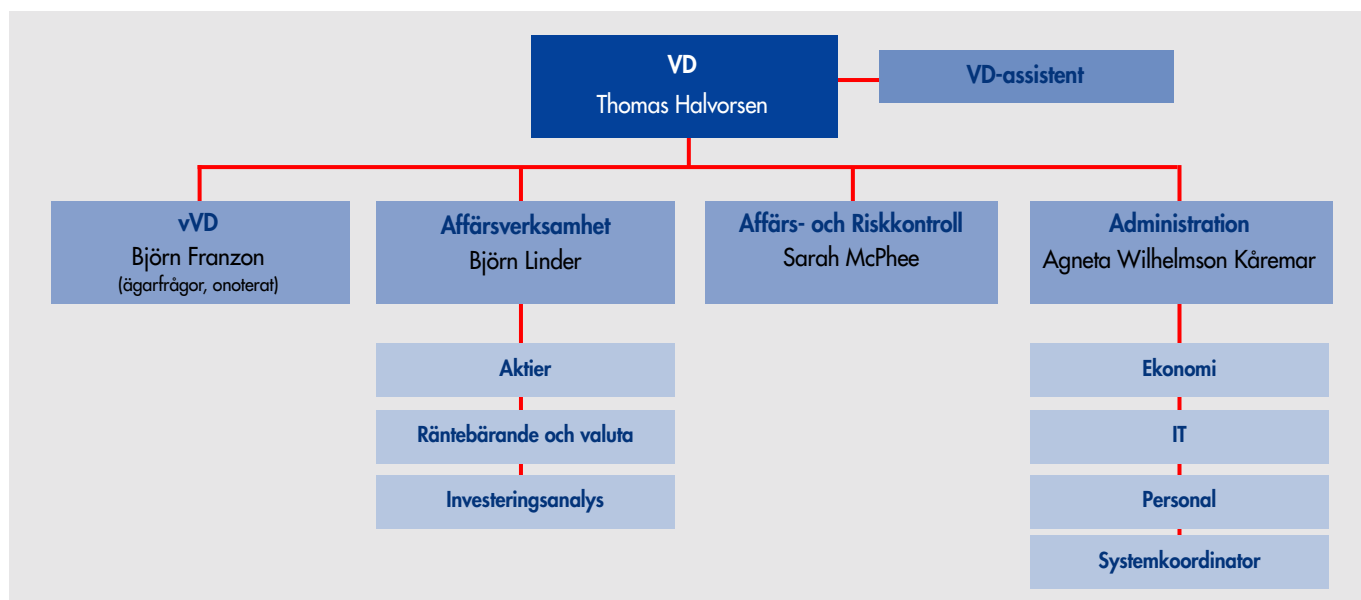
Öhrlings PricewaterhouseCoopers

Anders Bäckström

Auktoriserad revisor.

KPMG

Organisation och ledningsgrupp



Ledningsgrupp

Björn Franzon,
vice verkställande
direktör

Sarah McPhee
chef affärs- och riskkontroll
t.o.m. febr 2004

Thomas Halvorsen
verkställande direktör

Björn Linder
affärschef

Agneta Wilhelmson Kåremar
administrativ direktör

Definitioner

Absolut Value at Risk (VAR)

Absolut Value at Risk är ett mått på förväntad förlustrisk baserat på den historiska standardavvikelsen i portföljavgkastning. Absolut VAR beräknas på portföljens totala avgkastning, medan relativ VAR beräknas på portföljens aktiva avgkastning.

Aktieurval

Aktivt positionstagande i olika aktier i syfte att uppnå överavgkastning.

Aktiv avgkastning

Skillnad i avgkastning mellan en portfölj och dess jämförelse- eller referensindex. Används synonymt med relativ avgkastning.

Aktiv förvaltning

Portföljförvaltning där den egna portföljen har en annan sammansättning än index i syfte att uppnå en högre avgkastning.

Aktiv risk

Risk som uppkommer till följd av aktiv förvaltning. Definieras som standardavvikelsen på skillnaden mellan den faktiska avgkastningen och indexets avgkastning, dvs. standardavvikelsen för den aktiva avgkastningen. Även kallad tracking error.

ALM-analys

Asset Liability Modelling. Analysmodell för att fastställa fondens strategiska portfölj. Analysen utgår från fondens långsiktiga åtaganden och olika tillgångslags förväntade avgkastning och risk. Modellen simulerar olika möjliga portföljer för att ge underlag för val av den strategiska portfölj som ger bästa möjliga kombination av förväntad avgkastning och risk, och uppfyller pensionsåtaganden.

Automatisk balansering

Mekanismen som justerar ner pensionerna när pensionsskulden överstiger pensionstillgångarna, se Balanstal.

Avgiftsnetto

I pensionssystemet ett mått på skillnaden mellan ett års inbetalda pensionsavgifter och utbetalda pensioner.

Avgiftsinkomsterna

Värdet av avgifterna till pensionssystemet (exklusive premiereservsystemet). Beräknas genom att multiplicera ett genomsnitt av tre års avgifter med den s.k. omsättningstiden, som är ett mått på den genomsnittliga tiden mellan inarbetad pensionsrätt och utbetald pension.

Avgkastning

Tidsvägd avgkastning (s.k. Time-weighted return) exklusive förvaltningskostnader beräknad på daglig basis under antagandet att alla transaktioner sker vid slutet av dagen. Begreppet används genomgående vid redovisning av utfallet för såväl total- som delportföljer.

Avgkastningskurva

Kurva som bildas av marknadsräntor, för en och samma emittentkategori för olika löptider.

Balansering

Se automatisk balansering.

Balanstal

Pensionssystemets (exklusive premiepension) totala tillgångar dividerad med pensionsskuld. Ett mått på pensionssystemets ställning. Om balanstalet understiger 1,0 inträder den s.k. automatiska balanseringen och pensionerna justeras ned.

Betavärde

Betavärdet anger portföljens benägenhet att stiga eller falla då jämförelse- eller referensindex stiger eller faller. Betavärdet uttrycker riktningskoefficienten vid en enkel linjär regression mellan index och portföljen.

Buffertfond

Benämningen på Första till Fjärde samt Sjätte AP-fonderna. Buffertfondernas uppgift är att kompensera för tillfälliga underskott i pensionsavgifterna i förhållande till pensionsutbetalningar och även att upprätthålla värdet på pensionstillgångarna i förhållande till pensionsskulden.

Corporate Governance

Samlingsbegrepp för ägarstyrningsfrågor.

Derivat

Ett samlingsnamn för ett flertal olika instrument vars värde är kopplat till värdet av ett underliggande instrument. Termer är exempel på derivat.

Duration

Approximativt mått på ränterisk. Mäter den genomsnittliga återstående löptiden av alla framtida kassaflöden (kuponger och slutförfall) i en obligation eller portfölj av obligationer. Kallas även MacCauley Duration.

Enhanced indexförvaltning

Indexförvaltning med ett något högre riskmandat än passiv förvaltning.

Fundamental analys

Analys som syftar till att förutsäga bolags framtida värde. Baseras huvudsakligen på information kring företagets ledning, strategi samt finansiella utveckling och ställning, vilket sammantaget ligger till grund för en värdering.

Globala aktieportföljen

Innefattar aktier och aktierelaterade instrument noterade vid global börs ingående i MSCI World. (Notera att en aktie noterad vid svensk börs kan ingå i såväl den globala som den svenska aktieportföljen. Vid anskaffningstidpunkten hänförs innehavet till avsedd portfölj.) Härutöver ingår indexfonder och de deposits och valutaterminer som är knutna till portföljen. Referensindex är MSCI World DNI, varför valutaterminer exkluderas vid performancejämförelse.

Handelsbanken Markets Obligations Index

Svenska Handelsbankens avgkastningsindex för svenska nominella obligationer.

Importkorg

Korg med valutor viktad efter hur stor andel respektive valuta utgör av den svenska importen.

Informationskvot

Mått på riskjusterad avgkastning. Mäts som en portföljs aktiva avgkastning i förhållande till dess aktiva risk.

Investment grade

Beteckning för den grupp av låntagare som har A-rating (A, AA, AAA eller motsvarande) eller trippel B-rating (BBB eller motsvarande).

Jämförelseindex

Den avgkastningsserie som fondens totala avgkastning och risk jämförs med. Skall så nära som möjligt spegla den strategiska portföljen.

Kreditobligation

Obligation med högre kreditrisk än statsobligationer, exempelvis företagsobligationer.

Kreditrisk

Risken att motparten på grund av finansiell oförmåga helt eller delvis ej klarar att fullgöra sina åtaganden.

Landrisk

Landrisk i en internationell obligationsportfölj är risk som uppkommer till följd av variationer i ränteskillnader mellan olika länder.

Legal risk

Risken för att oförutsedda förluster uppkommer på grund av juridiska misstag i avtal och kontrakt, t.ex. att ett avtal blir ogiltigt eller mindre fördelaktigt än avsett.

Leo-lagen

Den lag (SFS 1987:464) som kräver att vissa beslut om t.ex. aktierelaterade förmåner eller överlåtelser av aktier till ledande befattningshavare skall fattas på bolagsstämman och att sådana beslut skall biträdas av minst nio tiondelar av såväl angivna röster som de på stämman företrädda aktierna.

Likviditetsrisk

Risken att ett finansiellt instrument ej går att avyttra inom rimlig tid utan att väsentligt påverka instrumentets prissättning.

Marknadsrisk

Värdet förändringen för ett finansiellt instrument eller en portfölj vid pris- och kursförändringar av räntor, valutor eller aktier.

Merrill Lynch GBI

Merrill Lynch Global Bond Index, avkastningsindex för statsobligationer och kreditobligationer på respektive marknad. Referensindex för den utländska delen av nominella räntebärande portföljen.

MSCI World DNI

Morgan Stanley Capital International World Developed Markets Daily Net Index. Referensindex för fondens globala aktieportfölj, som beskriver marknadsutvecklingen globalt, inkl. utdelningar.

Normalportfölj

Se strategisk portfölj.

Operativa risker

Samlingsnamn för risker att förluster uppstår genom störningar i verksamheten, t.ex. den mänskliga faktorn, inadekvata system, undermåliga instruktioner/rutiner eller brister i affärsavtal.

Passiv förvaltning

Portföljförvaltning där den egna portföljen har sammansättning som ett valt index i syfte att uppnå samma avkastning som index.

Pensionskuld

Åtagandet gentemot nuvarande pensionärer samt upparbetad pensionsrätt för den förvärvsarbetande delen av befolkningen vid slutet av året.

Placeringsstillgångar

Med placeringsstillgångar i årsredovisningen menas det totala förvaltade kapitalet för fonden. I balansräkningen definieras placeringsstillgångar utifrån god redovisningssed, vilket bl.a. innebär att repor, likvida medel och derivat med negativt marknadsvärde upptas under andra poster än placeringsstillgångar i balansräkningen.

Referensindex

Indexserie med vilken en portföljs avkastning och risk jämförs, t.ex. MSCI World DNI eller SIX Return Index.

Riskjusterad avkastning

Avkastning i relation till investeringens volatilitet/risk. Om två portföljer har samma avkastning men olika volatilitet så har portföljen med den lägsta volatilitet högst riskjusterad avkastning. Mäts som informationskvot eller Sharpe-kvot.

Räntebärande portföljen

Innefattar räntebärande tillgångar inklusive deposits, räntederivat och valutaterminer knutna till räntebärande tillgångar. Vid performanceberäkning ingår samtliga dessa instrument. Fondens referensindex är säkrad till SEK för de utländska värdepapperen.

Ränterisk

Ett mått på hur mycket en ränteportföljs värde förändras vid en given förändring (oftast en procent) i marknadsräntorna.

Sektorallokering

Aktiv över- eller underviktning mot index mellan olika sektorer på aktiemarknaden i syfte att uppnå överavkastning.

Semipassiv förvaltning

Se Enhanced indexförvaltning.

Sharpe kvot

Mått på riskjusterad avkastning. Beräknas som portföljens avkastning minus riskfri ränta, dividerat med portföljens volatilitet mätt som standardavvikelse.

SIX Return Index

Referensindex för den svenska aktieportföljen. Återspeglar marknadsutvecklingen för bolag på stockholmsbörsens A- och O-lista, inklusive utdelningar.

Strategisk portfölj

Den tillgångsallokering som bedöms bäst motsvara fondens övergripande långsiktiga mål. Den strategiska portföljens sammansättning beslutas av fondens styrelse efter genomförd ALM-analys. Den strategiska portföljen bestämmer därmed jämförelseindex som fondens risk och avkastning skall jämföras med. Används synonymt med begreppet i tidigare årsredovisningar, *normalportfölj*.

Svenska aktieportföljen

Innefattar aktier och aktierelaterade instrument noterade vid svensk börs och onoterade svenska aktier och andelar med undantag av aktierna i AP Fastigheter. Referensindex är SIX Return Index.

Taktisk allokering

Aktivt positionstagande mellan olika tillgångslag i syfte att uppnå överavkastning.

Tracking error

Se Aktiv risk.

Value at Risk

Se Absolut Value at Risk.

Valutarisk

Värdet förändring i portföljen till följd av förändringar i valutakurser.

Valutaexponering

Anger hur stor andel av portföljen som är exponerad mot andra valutor än svenska kronor. Om inte annat sägs, anges valutaexponeringen inklusive instrument för valutasäkring.

Valutasäkring

Neutralisering av valutarisk, där exponering i utländsk valuta omvandlas till svenska kronor via valutaterminer.

Volatilitet

Volatilitet är ett riskmått och beräknas som standardavvikelsen för en tillgångs avkastning och visar hur mycket avkastningen varierar.



 **FJÄRDE AP-FONDEN**

Box 3069, 103 61 Stockholm
Sveavägen 25
Telefon 08-787 75 00
Fax 08-787 75 25
e-post 4apfonden@ap4.se
www.ap4.se